全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《金融时报》价值投资指南

价值投资 第2版

如何成为一个训练有素的投资者

VALUE INVESTING
How to Become a Disciplined Investor

〔英〕格伦·阿诺德 著 易荣华 译

Glen Arnold

上海远东出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《金融时报》价值投资指南

价值投资 第2版

如何成为一个训练有素的投资者

VALUE INVESTING

How to Become a Disciplined Investor

〔英〕格伦·阿诺德 著 易荣华 译

Glen Arnold

上海远东出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目(CIP)数据

价值投资：如何成为一个训练有素的投资者：第2版/（英）阿诺德著；易荣华译.—上海：上海远东出版社，2010
ISBN 978-7-5476-0168-6

Ⅰ.①价… Ⅱ.①阿…②易… Ⅲ.①投资学 Ⅳ.①F830.59

中国版本图书馆CIP数据核字(2010)第034165号

© Pearson Education Limited 2002,2009
THE FINANCIAL TIMES GUIDE TO VALUE INVESTING: HOW TO BECOME A DISCIPLINED INVERSTOR,
This translation of THE FINANCIAL TIMES GUIDE TO VALUE INVESTING: HOW TO BECOME A DISCIPLINED INVERSTOR, Second Edition is published by arrangement with Pearson Education Limited.
本书由 Pearson Education Limited 授权上海远东出版社独家出版。
未经出版者书面许可，本书的任何部分不得以任何方式复制或抄袭。

图字：09-2008-208号

责任编辑：金 舫
封面设计：李 廉
版式设计：李如琬
责任制作：李 昕

价值投资 如何成为一个训练有素的投资者（第2版）

著者：[英]格伦·阿诺德
译者：易荣华
出版：上海世纪出版股份有限公司远东出版社
地址：中国上海市仙霞路357号
邮编：200336
网址：www.ydbook.com
发行：新华书店上海发行所 上海远东出版社
制版：南京前锦排版服务有限公司
印刷：昆山亭林印刷有限公司
装订：昆山亭林印刷有限公司
版次：2010年5月第1版
印次：2010年5月第1次印刷
开本：710×1000 1/16
字数：355千字
印张：19.75 插页2
印数：1—5100

ISBN 978-7-5476-0168-6/F·415 定价：58.00元

版权所有 盗版必究（举报电话：62347733）
如发生质量问题，读者可向工厂调换。
零售、邮购电话：021-62347733-8555

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

谨此献给我的两个儿子：查尔斯和劳伦斯，毋庸置疑，这是我过去最重要的投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

译 者 序

当上海世纪出版集团远东出版社的编辑建议我承担本书的翻译任务时，我曾犹豫再三。对我而言，翻译这本集金融投资知识普及与研究双重功能的世界级优秀著作，既是一个难得的学习机会，更是一个充满未知的全新挑战。

本着既忠实原著又兼顾中文可读性的原则，在整整一年的时间内，我反复推敲原著中的专业术语和复杂语句，尽量保留原著的风格和体例，对原著中的一些繁冗之处少有节略或改动，原著中用斜体或大写加重语气之处也悉仍旧贯。尽管如此，难免存在遗漏与误译之处，在此，真诚欢迎读者批评指正。

为了回答"什么是决定股票投资成功的关键因素?"这个广为关注的问题，格伦·阿诺德(Glen Arnold)先生通过系统总结著名投资大师的投资理念和投资方法，结合他自身的研究成果，于 2002 年推出了 *Valuegrowth Investing* 一书。此书一问世，即以其独特的分析视角以及基于著名投资大师实践经验的理论提升成果而受到了基金管理人、专业学者和个人投资者尤其是美国读者的欢迎。很少有一本金融著作能够获得如此广泛读者群体的充分认可，但阿诺德先生做到了。在我看来，与众多晦涩难懂的学院派文献相比，正是因为本书以其深入浅出、通俗易懂的表述方式以及具有极高实用价值并可以成功运用于实践的投资原则而赢得了更多读者的青睐。

鉴于 2002 年以来市场所发生的巨变，2009 年 1 月，作者基于新的环境，本着超越时间限制的写作原则进行了修订，并更名为 *Value investing: how to become a disciplined investor*。在我看来，本书第二版的可读性和时效性更强，我相信这部著作一定会有助于认真阅读的投资者分享著名投资大师的价值增长投资哲学及其宝贵经验，开阔视野、启发灵感并提升实战技能，最终享受成功投资的快慰。

本书翻译得到了国家自然科学基金的资助(项目批准号 70873115)。上海远东出版社的编辑以其高度的责任感深深地影响了我，正是他给予的不断鼓励和指导，使我得以在几度欲放弃的情况下坚持完成这一艰巨任务。在翻译过程中，我的研究生李必静和刘云放弃她们的休息时间，热心承担了繁重的校对任务，有力地支持了我的工作。在此一并表示感谢！

易荣华
于中国计量学院日月湖畔
2009 年 12 月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前　　言

本书第一版《价值增长投资》出版于2002年，非常高兴本书受到了基金管理人、专业学者和个人投资者尤其是美国读者的广泛欢迎和支持。拥有这样一群挑剔和专业的读者是值得庆幸的，但多少也有一些沮丧。

我写作本书的目的是为广大投资者提供容易获取的、有益的投资指导，也许本书书名有卖弄小聪明之嫌，知道（或认为他们了解）什么是"价值投资"的人肯定也知道"增长投资"，但"价值增长投资"使他们为难了，当价值与增长组合在一起的时候，传递了本书的重要信息——这对于真实的投资者来说有点矫揉造作，容易误导他们将价值和增长割裂开来——这似乎阻止了潜在读者在挑选本书时跨出第一步。

考虑到本书提出的投资理念大多数要点源于"价值学派"，为使更广泛的读者可以接受，似乎将本书命名为"价值投资"更合适，让更多的读者接受意味着有更多的投资者可以从投资大师以及他们的投资方法中受益。

但是，请不要误解，书名中的"价值"，本人的意图是说服你，为了取得与投资大师一样杰出的业绩，在你的投资实践中必须吸收增长投资的理念。正如沃伦·巴菲特所言：能熟练区分"增长"和"价值"投资方法类型的市场评论员和投资经理人表明的是他们的愚昧而非老到，在价值的计算公式中，增长只是其中的一个变量——通常是增值因素，但有时是减值因素（2000年）。

2002年以来，市场发生了令人不安的巨变，尤其是在通货紧缩期间。因此，在某些方面，许多事情已经变了。然而，在修订本书的过程中，如何修改那些需要修改的内容让我很为难，经过仔细考虑，我认为明智的做法是按照不受时间限制的投资原则进行写作。这些原则已经为广大投资者提供了半个多世纪的指导，而且，在下一世纪仍将继续为那些有知识、明智而老到的投资者提供指导。因此，虽然参考文献得到了更新，但基本思想和原则保持不变。

我希望读者能顺利领悟本书的风格，迅速理解其中的关键要素，在投资活动中，找到满意收益的投资策略并实现之，从中享受赢利及其投资过程。

祝你好运！

赫伦·阿诺德

2009年1月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目 录

前言/ 1

导论 —— 一项艰巨的任务/ 1

第一部分 投资哲学/ 13

1 彼得·林奇的利基投资 15
个人投资者与职业基金管理人 17
优秀利基股票(niche stock)的特征 22
管理投资组合的其他要素 27
避免做什么 30
卖出时机 33
方法的难点和不足 33
彼得·林奇投资方法要点 35

2 约翰·奈夫的明智低市盈率投资 38
投资原则 39
寻找有价值的低市盈率股票 47
避免做什么 48
卖出策略 52
方法的难点和不足 53
奈夫投资方法要点 54

3 本杰明·格雷厄姆——现代证券分析之父 56
早期影响 57
投资理念要点 59
三种类型的股票购买者 64
与市场共舞(使市场波动成为你的朋友) 65
避免做什么 66

4 本杰明·格雷厄姆价值投资的三种方法 74
流动资产价值投资 74

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

防御型价值投资 81
进攻型价值投资 82
卖出时机 85
格雷厄姆投资方法的难点和不足 86
格雷厄姆投资方法要点 89

5 菲利普·费雪的博南扎公司投资 92
费雪投资方法的关键要素 97
避免做什么 113
卖出时机 117
方法的难点和不足 119
费雪投资方法要点 120

6 沃伦·巴菲特与查尔斯·蒙吉尔的商业远景投资(一) 123
投资记录 124
沃伦·巴菲特——亿万富翁之路 128
GEICO 130
格雷厄姆—纽曼公司的“土包子” 131
巴菲特合伙公司 131
美国证券交易所与迪斯尼 132
牛市 133
波克夏·哈撒韦公司 134
《华盛顿邮报》公司 137
回归 GEICO 139
非上市公司 140
时思糖果 141
内布拉斯加家具卖场 143
查尔斯·蒙吉尔——从店铺助理到亿万富翁 146
投资哲学的演变 147
投资原则 150

7 沃伦·巴菲特与查尔斯·蒙吉尔的商业远景投资(二) 161
经济特许权 161
诚信有能力管理层的特征 166
避免做什么 178
卖出时机 187

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方法的难点和不足 189
巴菲特与蒙吉尔投资方法要点 190

第二部分　价值增长投资方法/193

8　价值增长投资者 195
分心的代价 198
价值增长模型 203
股东权益增长 208
安全边际 214
多样化程度低 214
长期持有 215
性格特征与个人品质 216
价值增长投资的关键原则 217
附录 8.1　关于贴现率的税收影响的讨论 219

9　产业分析 220
竞争基准收益(The competitive floor) 220
五种竞争作用力 221
市场准入的威胁 223
现有公司之间的竞争强度 225
来自替代品的威胁 228
买方(顾客)实力 228
供应商实力 230
产业演化 231
产业分析的关键要素 241

10　竞争性资源分析 243
TRRACK 体系 244
是什么使资源特殊? 255
资源投资 261
资源杠杆作用 264
竞争性资源分析的关键要素 266

致谢 268
词汇表 271
参考文献 282

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

导论—— 一项艰巨的任务

几年前，我开始尝试回答一个重要的问题："什么是决定股票投资成功的关键因素?"，这是一项令人畏惧的任务。许多人认为，要想设计出一种能够应对具有多样性和复杂性的现代公司且易于理解的评估技术几乎是不可能的。必须声明的是，从严格挑剔的角度讲，识别价格被低估股票的通用方法框架不可能被设计出来。

解决这一问题有两种可能的途径：第一条途径是沉迷于有关股票分析的学术文献。作为一个金融学教师，我熟悉股票评估模型，但这一途径被广泛证明是徒劳无功的。不过，请不要误解我，我并不想全盘否定这些模型的作用。在计算股票价值时，它们对于引入价值评估模型变量的识别是有用的，如未来每股收益。问题是在度量这些变量的实际影响方面很少有帮助。例如，*是什么因素决定了*未来每股收益?

第二条途径(我的选择)是对世界上最受尊敬的投资大师所运用的关键要素进行研究。我们可以从他们的成功经验中学习，考察他们一生努力所获得的对股票价格行为的领悟以及所展示出的令人羡慕的业绩记录。有些投资者的业绩确实优于绝大多数投资者，我认为通过考察所有杰出投资者评估公司及其股票时的做法来识别出他们所关注的主要因素是完全可能的。如果这些共同的因素可以归纳成一组规则和框架，并且与现代投资分析和金融技术相结合，那么，我就可以凝炼出一些有价值的东西。

本书提供了这方面研究工作的结论。从自私的观点来审视，我拥有了某些对自己具有重要价值的发现——拓展了自身投资理念的条理性，为个人的未来投资提供了指导。我衷心希望读者能够从中获得一些可以成功运用于实践的投资原则。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值增长投资

股东权益现值决定股票的内在价值

"价值增长"投资是一种基于合理原则、容易领会的投资理念。这种投资理念的精髓是重点关注构成股票价值基础的公司主营业务，投资者必须通过研究产生"股东权益"的潜在业务来对股票进行估值，这些股东权益的现值决定了股票的内在价值。而决定内在价值的关键要素则是公司经济特许权的优势和持久性、管理层的品质（公信力和胜任力）及公司的财务状况。

20 世纪，一些杰出的投资者对他们的投资理念和指导原则作出了说明，他们并不惧怕其他投资者将来会模仿他们，削弱他们的"竞争优势"，对他们而言，最令他们困惑的是很少有人真正理解他们显而易见的忠诚的寓意。这些投资大师并不喜欢以随笔、书籍和演讲的形式去回顾和总结他们的投资方法，如沃伦・巴菲特、菲利普・费雪、本杰明・格雷厄姆、约翰・奈夫、查尔斯・蒙吉尔和彼得・林奇等等。同样重要的是，他们公开要求废止来自出版物的这些有损于投资者价值标准或者至少会分散和转移其注意力的思想和方法。

战胜市场

在苦苦探索投资理念期间，我的本职工作是从事金融和战略教学工作的大学讲师和教授，这项工作在某些方面违背了我的研究意愿。例如，在关于股票市场的学术文献中，绝大多数集中在"有效市场假说（EMH）"上。也就是说，事实上，除非偶然，普通投资者仅靠公开信息（即他们不是业内人士）不可能战胜市场指数，甚至更有趣的是不可能战胜黑猩猩选择的投资组合（经过试验，黑猩猩比专业投资者总体上表现更好）。

许多金融学家坚信这一假说反映了事实，已有的统计分析和"证据"认为发达国家的成熟市场具有很强的股票定价能力。在学术界，关于金融学教授完全相信有效市场假说是真实市场写照的说法已经成为大家熟悉的笑柄。有一天，教授与几位学生一起走向阅览室，学生突然打断大家的谈话，声称地上有一张 20 美元的钞票，教授告诉学生不必弯腰去捡，"因为如果确有其事，那么，此前肯定有人已经捡走了"。

即使在学术界，也已经出现了一些关于有效市场假说的质疑：按照简单价值原则购买的股票似乎战胜了市场平均组合；小公司股票具有超额回

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

报（至少在某些时期是如此）；股票市场泡沫对有效市场假说提出了严重挑战。

自然地，如果我们将目光转向普通投资者，我们会看到他们对有效市场假说概念的嘲笑。沃伦·巴菲特说：

> 我相信市场在大多数情况下是无效的……当股票价格受到最情绪化的人、最贪婪的人、最悲观的人等给出极端竞价的华尔街“人群”影响时，很难说市场定价是理性的。事实上，市场价格常常是愚蠢行为的结果……常常有一些固执的人倾向于使简单事情复杂化。总之，最近三十年来，学术界实际上不愿意考虑价值投资的观点，而是继续固守既有理论。环绕世界的航船即将扬帆启航，地球平面协会终将步入繁荣。[1]

本杰明·格雷厄姆———一位有争议的 20 世纪最具影响力的投资思想家也给出了类似的批评观点：

> 很显然，证券市场实现估值的过程常常是不合逻辑的和错误的，这一过程……并非自动的和机械的，而是受到投资者交易心理活动的影响。市场的错误实际上是由个人投资者组成的群体性错误，他们中的大多数人可以归为以下三种情况：过度夸张、过度单纯化、疏忽大意。[2]

辅以战略分析

我的学术工作是现代策略分析的教学和研究，这使我特别重视从基础资源的角度去研究上市公司———门自 1990 年代发展起来的学科。运用该学科的分析框架和工具，可以分析上市公司经济（或行业）环境和所处的竞争地位。

这些知识是成功投资者所信守投资原则的很好补充，例如，沃伦·巴菲特关于公司“经济专利”利润的演说、彼得·林奇关于拥有独占性经济专利和进入壁垒的“利基公司”的调查结果均可以作为评估股票长期价值的重要依据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值与增长并不矛盾

> 试图分离增长和价值是荒谬的

经过多年对各种投资方法的阅读和思考之后，我终于提出了价值投资方法，将价值与增长组合在一起提出价值增长投资方法并非有意与增长投资方法对立。作为评价工作的一部分，投资者按照价值原则选股时必须分析其增长潜力，另一方面，投资者并不为评估所谓的增长型股票发生*任何*支付，而是指望购买相对其前景定价较低的股票。试图分离增长和价值是荒谬的，我绝对不可能动摇沃伦·巴菲特的观点：

> 大多数分析师往往持对立的观点，认为他们必须在"价值"和"增长"两种方法之间进行选择。的确，许多专业投资者往往自作聪明地混淆这两个词语。
>
> 我们认为这是一种模糊的思想(这是公认的，几年前我就已经明确过)。据我们看来，这两种方法密切相关，增长*通常*是价值评价的组成部分，其重要性的变化范围从微不足道到影响巨大，既可以是积极的也可以是负面影响。
>
> 此外，我们认为完全意义上的"价值投资"是不必要的，如果不是刻意地寻找价值，那么，投资股票应付出的合理价格究竟是多少呢？如果因期望股票价格能够迅速上涨而愿意以高于其价值购买，那么，这应该属于投机(在我们看来，这是一种既不合法也不道德的金融升值)。
>
> 无论是否恰当，"价值投资"已经被广泛采用。很典型的是，人们倾向于具有低市净率、低市盈率或高股息率特征的股票。不妨这样说，即使它们组合在一起，这些特点也并非是投资者购买具体股票的决定因素，而是升值原则在其投资活动中起关键作用。相应地，相反的特点——高市净率、高市盈率和低股息率——决非与"价值"投资一致。
>
> 类似地，*本质上*，成长型业务很少提供关于股票价值的信息。可以肯定的是，增长常常对股票价值具有积极的影响，但是，这种影响并不是确定的。例如，为了改善处于困境中的国内航空公司的财务状况，投资者不断地将资金注入其中，但如果奥维尔(Orville)不能顺利从基蒂霍克起飞，那么，糟糕的情况不可能得到改变。这种行业增长越多，投资者损失越大。
>
> 增长对投资者有益的前提是相关业务能给投资者带来满意收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

益，换言之，仅当用于经营的每一元钱的增长能够产生一元以上的长期市场价值的时候。在低收益业务需要增加资金的情况下，增长反而伤害了投资者。……贴现现金流预测显示为廉价的股票往往是值得投资者购买的对象，在这种情况下，可以不考虑公司成长情况、盈利起伏情况以及相对当前收益和账面价值的股价高低情况。[3]

两个阶段

价值增长方法包括 7 种有着明显不同想法和技巧的投资方法，这些方法在本书的前半部分作出了解释和对比。

本书由两部分组成，第一部分论述 20 世纪发展起来的选股哲学，从本杰明·格雷厄姆的资产现值方法(以低于 2/3 营运资本价值的价格购买股票)到菲利普·费雪的博南扎投资方法(关注科技成长股票)。

掌握成功投资背后的基本原理仅仅是第一步，也是最容易的一步，市场上有许多描述这些思想的书籍，但它们几乎不可能帮助读者构建可为投资者所用的实战技术，这正是本书第二部分要做的事情，运用现代战略评估技术将这些方法中最老到的元素整合在一起，提出价值增长投资方法。

这种方法有 7 个要点：

- 投资你熟悉的商业领域；
- 公司拥有强有力且可持续的经济特许权；
- 公司由诚信的能人管理；
- 公司资金实力强；
- 股票价格具有吸引力；
- 业务多样化程度低；
- 长期持有。

必要的努力

价值成长投资是一门很费心力的学科，从事本学科研究需要有献身精神和大量的时间投入，金融出版物中充斥着大量没有意义、时效短暂的东西，如短期市场运动趋势、货币政策恐慌、股价动量图表等等。本书将使投资者认识到投资并不是一件很难的事情，只是必

> 必须把注意力集中到公司经营业务上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

须将注意力集中在公司经营上。换句话说，毕竟投资者购买的是一张股权凭证，应该避免将注意力集中在以希腊字母表示的数学模型上，要忘却图表，搁置数学模型和资产配置规则，远离市场情绪化气氛和狂热的投资热点。对内幕消息、经纪人、股评家的投资建议要保持警觉和怀疑，远离市场交易场所，不要被那些主动提供短期诱人前景、但事实上未来几年内可能很难盈利、而当前股票换手率很高的公司所诱惑。

本书也希望能为价值成长投资者的成功提供心境指导，如：不要冒险、调适好情绪、保持耐心、设定合理目标、承认自身错误并从中吸取教训等。

战胜职业投资专家

阅读本书的个人投资者可能认为他们不可能与职业基金经理人竞争或取得杰出投资者那样的投资业绩，但这是毫无理由的自嘲，所有成功投资者都说，与个人投资者相比，机构基金经理人深受傲慢自大之苦。

掌控多达几亿美元投资资金的基金经理人承受着来自巨大财产和流动性短缺的压力，他们通常限于分析和购买有着足够价格浮动空间、可以进行大规模投资的公司股票。对他们来讲，也许更重要的是，对于股性不活跃的股票宁愿不投资，结果是他们的投资对象主要是有着高流动性的公司股票（或其他金融资产）。这种“流动性崇拜（fetish of liquidity）”[4] 导致大量中小型公司股票被分析师、经纪人和基金经理人所忽视，除了一时的热点以外，这常常是对中小型公司股票的严重无知。即使在大公司股票的行列里，下跌后的股票也往往被专业投资者所忽视，在市场分析相对不足的领域中，你更容易找到便宜的投资对象。

边际吸引力递减

此外，在这些领域，敏锐的个人投资者具有一定的竞争优势。设想一下机构投资者面临的困难，它们常常被迫持有数百只股票，这可能是由于基金章程或是机构类型规则的要求（如养老基金的规则），从某种意义上讲，这些规则是合情合理的。但是，对于一位职工退休基金保管员的基金经理而言，把钱放在一个篮子里的做法将是无法接受的。然而，机构投资者过分采信几乎无懈可击的投资组合理论和投资多样化的益处，这种倾向会给个人投资者（或非传统的基金经理人）提供了机会。由于机构投资者往往最终持有数百只股票，基金资金必然要遭到我所称之为“边际吸引力递减（diminishing marginal attractiveness）”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的问题。如果设想你自己正承担着投资20亿美元的责任的话，就可以理解了。你会怎样做？你可能首先按照吸引力排序列出你认为值得购买的股票清单，你的清单必定是一个大清单，因为为了不失去必要的流动性，你根本无法在单一股票上投资很高比例。因此，假设你选定100只股票为所需的最低数（平均每只股票投资2 000万美元），那么，从增值潜力看，清单中排序第一的股票将是你的第一选择，第二只股票仍具有较高的吸引力，但不如第一只股票，也就是说，紧邻其后的股票的吸引力递减。相比前一只股票，清单下面的股票的边际吸引力将减少。因此，排位第九十的股票的吸引力远小于第十位股票，最终，投资组合越来越大，而业绩将趋于中等（且这是在不计费用之前！）。

另一方面，个人投资者可以避免因投资过于分散而导致的吸引力边际递减曲线的影响，可集中投资于前十名，或者，如果愿意承受略多一点风险，可以仅仅选择前五名投资。

来自于大街上的噪声

基金经理还面临另一个问题，他们整天呆在金融区的办公室内，处理所控股的100、200或1 000只股票的日常业务，他们急于争取时间收集有关拟购买的公司股票信息。试想，当你在选择投资组合、举行年度会议或面临管理危机时不断受到竞价交易噪声的影响，那种噪声肯定是震耳欲聋、使人的精力高度分散。“由于忙于过多的事务，很多财富悄悄地从手指中溜走了”。[5] 个人投资者则受益于得以远离金融市场上的嘈杂，你可以以多种方式去体验和考察拟购买股票的公司状况。例如，到购物中心的新连锁零售店去购买一件衬衫，尽管这家店目前还很小，但未来也许会带来衬衫销售的变革；或者向孩子们打听最新时尚；或者参加产品展示会，与公司的客户和竞争者交谈。与其他人相比，你所获得的关于公司产品和服务的知识和日常体验使你更具竞争优势。当你坐在纽约摩天大楼的时候，资产负债表分析或宏观经济预测数据不可能告诉你麦当劳所生产的汉堡包及其客户满意率（假如你在1950年代投资），也不能告诉你英特尔公司（Intel）拥有一支令竞争对手羡慕的杰出技术团队（在1970年代）。但是，如果你是一个对餐饮或计算机技术感兴趣的个人投资者，那么，你就可以发现这些关键因素。华尔街的经理人通常太忙或者被市场热点分散注意力，他们的个人意识被迫分散，而个人投资者则可以很专注。“当一个人一心一意集中于一个目标的时候，他的思维将不断促进其价值标准的改进”[6]。正如16世纪意大利医生亚撒利亚·罗西（Azariah Rossi）所言：“除了目标专一的人以外，任何人不可能超过我”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从长远考虑

基金管理人往往深受短视之苦，他们的能力通常通过基金业绩季度报表来体现。当一个季报相对较差的时候，就会有少数信托基金和共同基金持有人出来呼吁“请他滚蛋”，而当连续出现5～6个很差的季报以后，基金管理人则必须另谋高就。

本书涉及的几个投资大师均认为，在当今变化无常的市场环境下，仅仅依据几个季度的报表来评估对内在价值反应很慢的基金业绩，时间确实太短，许多基金管理者一致赞同这种看法。不幸的是，他们必须意识到来自同行和投资者的短期投资理念的压力，他们不可能简单地选择长期投资理念。

“大傻瓜”

与那些失败的长期投资者相比，多数基金由坚信优异业绩主要来源于利用短期趋势顺势交易观点的人所管理，这些管理者通常坚信“大傻瓜”投资方法。这种投资方法是指不管股票是否有投资价值，交易的目标是在“投资”获利后将股票传递给那些仍然保持高涨热情的市场投机者，当然，在这场击鼓传花的高回报游戏中，投资者被不断上涨的价格趋势所吸引，最终为此付出了相当高的代价。当市场开始追逐新的热点题材的时候，鼓声突然停止，“大傻瓜”深受其害。

烧钱的高频交易

投资机构往往鼓励投资者“高频交易”，即频繁买卖股票。“高频交易”伴随的高交易成本降低了投资者的投资收益，“买入持有”策略可以增加个人投资者的财富，而不会增加他们的经纪人或顾问的财富。个人投资者的另一个重要优势是有时他们可以远离市场，正如阿尔弗雷德·希区柯克（Alfred Hitchcock）对演员的劝告：“呆在那儿，别做任何事”。你不必整天呆在股票市场，当现金是最宝贵财富的时候，不要担心失去投资机会，而机构对此的适应性则要差得多。

跟风有害

作为一个群体，职业经理人往往容易形成一致的看法，这可能源于他们拥

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有相同的文化背景、相似的数据来源以及“市场操纵者”的地位优势。不论何种原因，“从众(Going along with the crowd)”心态的存在往往使公司股票被过分地哄抬价格或压低价格，这些极端情形的出现为有耐心的投资者提供了机会，他或她可以选择不与这一疯狂群体为伍，独立思考和真正认识股票的内在价值。

平庸的业绩

为了说服所有这些争论，我们收集了驳斥流行神话的证据：平均而言，一个激进的职业基金管理人不可能战胜市场指数投资组合。这一结论得到了大量学术研究的支持，并对投资行业造成了严重损害，因而，它不可能引起公众太多的注意。但是，如果你致力于理论研究，你将不断发现他们业绩不佳的证据，尤其是在扣除交易和管理成本以后，就像许多首席执行官(CEO)一样，他们不得不为平庸的业绩付出很多。

非理性的机构经理人

在市场恐慌的时候，处于信息劣势、阅历不丰富、情绪容易失控的普通公众往往急于卖出股票，而机构经理人却镇定自若地评估和购买股票；或者，当疯狂的个人投资者急切地涌入并把市场推向狂热层面的时候，他们往往卖出股票，这种在情绪上给人以安全感和理性的经理人形象是完全错误的。当然，也有少量个人投资者的行为与经理人的行为类似，但是，非理性行为是非常普遍的，尤其是在职业基金管理人中更为普遍。大卫·德勒曼(David Dreman)在证券交易管理委员会作证时清楚地指出：

> 许多情绪化的个人投资者在 1968 年市场处于顶部时卖出股票，而在 1970 年和 1974 年市场处于底部时买进股票，另一方面，机构投资者却在市场处于顶部时买入股票，而在市场处于底部时卖出股票。在 1987 年公司倒闭盛行期间，个人投资者很少被卷入其中。而在 1990 年第三季度的市场恐慌期间……再次证明铤而走险的卖方不是个人投资者而是最大的职业机构投资者。[7]

他进一步指出：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

共同基金明显具有同样的模式……当股价暴跌时，他们仓皇出逃，而不是挺力支持；当股价暴涨时，他们又疯狂地买入。职业人员对市场动向的判断似乎很差。[8]

徒劳无功的蠢材

总而言之，不要惧怕来自"专业者"的威胁。彼得·林奇和沃伦·巴菲特将专业投资者称之为徒劳无功的蠢材。只要拥有合理的投资原则、正确的情感倾向和少许智慧，你完全可以战胜辛勤付出的经理人，他们深受来自于制度设计、可理解的错误以及各种社会弊端的约束之苦，如"从众"心理等。

不要惧怕来自"专业者"的威胁

如何成为精明的投资者？

后续的章节并不是针对初学者而写的，要求读者对一些金融投资概念有一个初步的了解。*

本书的定位超出了普通的描述性著作，为了给读者提供投资决策指导，书中给出了一些基本概念，提供了实践方法和推理过程，本着实用的原则引入理论介绍。但这是最起码的要求，不仅仅是因为读者不能为应用价值不大的市场复杂性研究技术方法承受过多负担，而且，更为重要的是出于大多数现代理论只有有限的实践价值的缘故。

本书所涉及的标准和技术均在具备适度理解力和认知力的投资者能力范围以内，它们并不属于专业投资者的专利知识。事实上，在学习价值投资技巧和理念的过程中，成为一个训练有素的"专业者"反而具有明显的不足。

本书的一个目的是在投资原则的形成和恰当的观点强化过程中，为投资者提供应对市场大幅波动以及短暂变动的防御策略：

成功的投资并不需要太高的智商、独特的商业意识或内幕消息，需要的是明智的决策思维方法和保持免于动摇自身决策思维模式的热情。（沃伦·巴菲特为本杰明·格雷厄姆的《精明的投资者》写的前言[9]）

---

* 读者可以选择《金融时报投资指南》补充这方面的知识。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于缺少智力天赋的人而言，彼得·林奇指出了希望：

> 就智商而言，或许最好的投资者处于最低点10%以上和最高点3%以下。就我而言，真正的天才往往迷恋理论思考，而且总是被市场所抛弃，股票的实际走势通常比他们想像的要简单。[10]

我希望本书能为投资者形成明智的决策思维方法、保持免于动摇自身决策思维模式的热情以及理解股票价格行为方面提供有益的指导。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一部分

投资哲学

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1 彼得·林奇的利基投资

彼得·林奇是 20 世纪后期最杰出的基金管理人。在 1977 年 5 月到 1990 年 5 月期间，他是富达麦哲伦投资组合基金(Fidelity's Magellan Fund)的管理人。在这 13 年中，1 000 美元的原始投资升值到了 28 000 美元，年收益率高达 29.2%，远远超过其他同行。同时，该基金业绩也非常稳定，期间仅有 2 年低于标准普尔 500 指数收益率。基金资产规模由 1 800 万美元升至 140 多亿美元，该基金不仅是全世界业绩最好的，同时也是规模最大的。1990 年，46 岁的林奇为了更好地照顾家庭而选择了退位，但此时，该基金的股东人数已经达到了 100 万。

> 个人投资者可以挖掘许多超越专业投资者的有利因素

林奇希望找到一种整合各种投资特征的方法。这些特征中，有一些与本书考察过的其他投资者需要的类似，如竞争能力强大的公司的主营业务和财力。其他的则明显不同，如他经常寻找处境糟糕的行业，然后购买这一行业中最好的公司股票。他坚持认为个人投资者可以战胜职业基金管理人。如果个人投资者善于利用有限的判断研究常识，保持对所熟悉的公司的关注，那么，他或她就拥有胜过许多职业经理人的优势。对于林奇而言，“投资并不复杂，如果所关注的股票让你复杂难懂的话，请选择别的股票”[1]。

早期经历

林奇生于 1944 年，他的父亲早期是一名勤奋的数学教授，后来成为资深审计师。与 1950 年代大多数美国家庭一样，他在一个对股票表示怀疑的家庭中长大。人们总是说：“永不涉足股票市场，因为它充满风险，会损失你的所有财产”，1930 年代的苦难岁月给人们留下了深刻的记忆。但结果却是 1950

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年代成为了投资的黄金时期："这使我明白一个道理，不仅预测市场变化很难，而且小投资者在失常时期的确具有悲观和乐观的倾向"[2]。

当林奇 10 岁的时候，他的父亲死于脑肿瘤。为了改善家庭经济状况，他成为了高尔夫球场的球童(兼职)。他倾听高尔夫玩家的谈话，尤其是有关投资的交谈内容。他发现他们中的许多人都获得了令人激动的投资收益，年轻的林奇开始摒弃对股票市场的恐惧。

在波士顿学院求学期间，他放弃自然科学、数学和会计学，主攻历史学、心理学和政治学，同时学习玄学、逻辑学、宗教学和希腊哲学。正如他后来所指出的那样，选股学问的艺术性多于科学性，关键是要有合乎常理的方法，而非数学精确度。

> 已经被训练成习惯于严格量化一切的人具有一个很大的缺点……小学四年级学生已经具备了在股票市场投资所需要的全部数学知识(如克莱斯勒公司获得了 10 亿美元现金、5 亿美元长期债务等等)。逻辑学是一门对我选股帮助最大的课程，因为这门课程告诉我如何识别华尔街的错误。事实上，华尔街人的思维方法与古希腊人一样。古希腊人通常每天坐在一起辩论马有多少颗牙齿，他们认为他们坐在那里就可以弄明白，而不必去对马进行检查。许多投资者坐在一起辩论股票价格是否会上涨，似乎关于金融的冥想将会给他们以答案，而不必去对上市公司进行考察。[3]

林奇投资的第一只股票是 1963 年以 7 美元/股购买的飞虎航空(Flying Tigers Airlines)股票，正是这只使他的本金翻了多倍的股票极大地激发了他的兴趣。他大学毕业的时候正值股市暴涨时期，在 2 年的时间内，飞虎航空股票价格涨到 32.75 美元/股。"股票价格多倍翻番是可能的，我确信在这个市场中还有许多这样的股票"[4]。

富达(Fidelity)与沃顿(Wharton)

当林奇还是一个球童的时候，他遇见了富达公司的董事长 D·乔治·萨利文(D. George Sullivan)。而当他在即将从波士顿学院毕业的时候(去沃顿公司之前)，他向萨利文申请在富达公司做暑期短工，通过激烈的竞争，他得到了这项工作。他的职责是研究公司和撰写分析报告，他学会了如何深度研究公司经营状况。这一段投资实战经历使他对在沃顿的 MBA 课程所教授的内容表示怀疑。"对我而言，在沃顿学会的许多知识被期望帮助在投资领域获得成功，但它

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只帮助了我失败……定量分析告诉我看到发生在富达的事情并未真正发生，我还发现与有效市场假说结合在一起很困难。很显然，信奉定量分析和随机行走假说的沃顿教授们与我在富达的同事们做的完全不一样，因此，在理论与实践之间，我决定与实践者共命运……我对理论家和预言家的怀疑持续到今天。”[5]

在沃顿的学习并非完全是浪费时间，有些课程一直让他受益，当然，最好的是他在学校遇见了他后来的妻子。在部队的时候(1967～1969 年)，他曾尝试在股票市场进行轻率的投机和从艰苦的实战中积累经验。从韩国回国以后，他以分析师的身份加入富达公司，到 1974 年的时候，他已经荣升研究主管，到 1977 年则开始掌管麦哲伦基金。11 年前，该基金资产达 2 000 万美元。但是，1970 年代早期的经济危机导致该基金稳定的财产流出，到 1976 年时，客户赎回使得该基金的财产仅有 600 万美元，通过与另一基金联合才达到营业规模的要求，即后来由林奇掌管的 1 800 万美元。富达的董事们对林奇给予了充分信任，赋予他自由选股的权力。到 1980 年代后期，该基金的资产超过了世界大多数国家的国民生产总值(GNP)，这是一笔相当大的资产。

个人投资者与职业基金管理人

作为基金管理人，林奇对待同行毫不留情面，他的首要原则是：

> 不听信专家！在投资领域的 20 年实践使我相信，如果不要求比华尔街专家……投资平均水平更好的话，正常人只需运用 3%智慧就可以选股。在这里，精明理财并非如此精明，愚蠢理财也不是想像中那么愚蠢，只有当听信精明理财时，愚蠢理财才愚蠢。事实上，业余投资者具有许多天生的优势，如果能够很好地利用，他或她完全可以取得比专家和市场平均更好的投资收益。[6]

林奇也认为确实存在一些杰出的基金管理人——但极少数的他们又能怎么样呢？他们中的大多数是“循规蹈矩的普通基金管理人、愚蠢的基金管理人、怠惰的基金管理人、谄媚的基金管理人、胆小的基金管理人以及其他各种各样的追随者、守旧者、盲目模仿者”[7]。这意味着为只进行“少量研究”的业余投资者提供了战胜“付出 95%代价……乐于炒股的职业投资专家”[8] 的机会。

墨守成规必将失败

徒劳无功的蠢材做错了什么事呢？相比市场或业余投资者，为何他们的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业绩这样差？林奇首先注意到这个行业存在一条不成文的规矩，即只要按照公认的方式进行操作，即使失败也无所谓。然而，如果你为了取得好的业绩而违反惯例进行操作，但最终失败了，那么，等待你的将是失业。非常规操作是个人投资者的优势，尝试得越多，成功的可能性越大，因为事实已经证明，不敢冒险的职业投资者所取得的业绩很差。鉴于大多数基金管理人的业绩处于同样水平，如果说平庸的业绩源于有着金字招牌的保守操作和缺乏惩罚机制的话，那么，基金经理人无疑缺少勇于尝试的动机——失误和灾难必将出现：

> 既然与生存相关，自然很少有职业经理人愿意买卖一只不知名的拉昆塔股票(La Quinta，林奇投资最成功的股票之一)。事实上，在为获取高额回报而冒险投资于不知名公司与为避免损失而投资于知名公司的两难选择之间，一般的共同基金管理人、养老基金管理人以及公司投资组合管理人往往急于选择后者。成功固然好，但重要的是如果你失败了不能没有面子。华尔街有一条不成文的规矩："如果你替委托人购买了IBM股票，若因IBM公司经营恶化而导致委托人财产损失，那么，你永远不会失业。"委托人和你的上司只会说："该死的IBM近来怎么回事？"但是，如果拉昆塔汽车旅馆公司经营恶化，他们将会问："你怎么回事？"这就是当该股票价格为3美元/股，并引起两个分析师关注时，为什么精明的证券投资组合管理人不买拉昆塔汽车旅馆股票的原因。当沃尔玛股价仅为4美元时，他们也不会购买它，因为当时它仅是位于阿肯色州一个小镇上的小店，但后来迅速扩大。当其业务网点遍布美国各个大型人口居住区、引起50个分析师关注、沃尔玛主席出现在《人物》杂志……且股价高达40美元时，他们却积极购买沃尔玛股票。[9]

规则、委员会和监管部门

面对各种社会和政治层面上的障碍，即使一个基金管理人愿意为委托人承担理性的风险，那么，制度和交易规则也会阻止他这样做。基金委员会一般会给经理人提出一个候选股票名单供其选择，即使这份名单包含了有活力的优质公司，也只是那些让30个委员一致看好的极个别公司能够名列其中："如果说一本好书或一支交响曲不可能由一个群体创作的话，那么，一个好的投资组合也不可能由基金委员会挑选出来。"[10]委员会成员根本不了解他们所挑选或排斥股票的公司经营状况，他们肯定没有现场考察过这些公司或对它们的成长潜力进行过调研，"他们仅仅掌握了呈送给他们的材料"[11]。

规则、条例在给经理人自由思考带来麻烦的同时，对他们独断专行性格的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

影响也是不同寻常的，例如禁止公司联盟、认定公司"非增长"、特殊行业禁入（如石油、公用事业）等。

小公司（通常）是最好的

证券交易管理委员会（SEC）条例也鼓励平庸。比如，规定基金投资一只股票的资金不能超过其总资产的 5%，这就导致大型基金只能被迫将大部分资金投向 500 强公司，而很少关注在美国公开交易的其他 10 000 家公司，有些基金甚至禁止经理人购买总市值低于 1 亿美元的公司股票。因此，"投资组合由 10%的可获益的优质公司、平庸的公司和很少给人惊喜但合乎投资原则的财富 500 强公司组成"[12]。

基金管理人并非简单地指望购买具有最好前景的公司股票，他们最关心的是公司是否表现出好形象、所掩盖的弱点是否会被暴露，而不管被他们拒绝纳入投资组合的股票是否上涨了。

> 很难想像普通华尔街专业投资者会将大量时间花费在寻找投资激情股票（令人兴奋的股票）的理由上，基金管理人更像是在为回避激情股票寻找理由，以便当这些股票价格上涨时，能够找到合适的借口。最普遍的说辞是"它们规模太小没法购买"，接下来依次是"它们没有优良业绩记录"、"它们不是增长型行业"、"它们的管理有效性没有被证实"、"它们将被竞争所淘汰"……就价值研究而言，这些理由可能是成立的，但在大多数情况下，他们往往习惯于为避免遭到草率决策和违反批发戒律的指责而设防。[13]

忽视中小型公司股票的倾向也招致了严厉的批评，普遍的理由是"大公司股票价格波动太小"[14]。在短短几年的时间内，最小公司的股价可能上涨 4 倍甚至 10 倍，与小公司为伍有助于你取得杰出的业绩，因此，你应该始终持有它。而专业投资基金则完全排除了这种可能性。

在无知中投资

挑剔的话语是专门为那些不愿意花时间去理解公司基本情况即草率投资的基金管理人而准备的。

> 华尔街有一条不成文的规矩：如果不理解它而又想将毕生的储蓄投向它，你应该避开那些在拐角处的企业，它至少应该被观察得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到，然后从中找出一家能制造出让你难以理解的产品的企业——如一家制造"1 兆位随机存储器、C-mos……双核精简指令集……浮点数据输入/输出数组处理机、最优化编译程序、16 位……"集成电路计算机产品的公司。当然，如果你连它是赛马还是存储器集成电路板也不能分辨出，那么，你应该远离它。[15]

单个赢家不可能招致舆论批评

华尔街人通常相互注视是否对新的流行趋势下同样的赌注，他们缺少个人主义和带头行动与抢占先机的精神。一只股票被视为有吸引力的前提是："除非大量知名人士认为某只股票合适，并且大量受尊敬的华尔街分析师……将其纳入推荐名单。由于许多投资者都在等待别人带头购买，因此，任何购买行为均会让人感到惊奇。"[16]林奇列举了许多分析师和经理人因认识太晚而急于跟上最新流行趋势的例子。例如，当 1969 年雷米特(Limited)首次公开上市时，仅有一位分析师关注它，直到 1974 年才有另一位分析师加入其中，而到 1981 年则有 6 位分析师极力推荐它。唐恩都乐咖啡连锁店(Dunkin' Donuts)股票价格在 1977 到 1986 年间上涨了 25 倍，但直到 1984 年仍然没有得到较大券商的关注，尽管如此，在 1984～1989 年间也仅有 2 家券商开始关注它。当 Stop and Shop 股票由 5 美元上涨至近 50 美元时，仅有 1 位分析师关注它，相比之下，IBM 股票则吸引了 56 位分析师的关注。

失落于夹缝中

对某些股票容易被大家忽视的一种解释是它们未能进入分析师的目录清单，因此，当机构投资者舍弃这种价值被低估的股票时，未能进入标准行业分类目录的公司更值得个人投资者去研究。林奇做得很好的国际服务公司(Service Corporation International, SCI)———家葬(殡)仪业公司，一直没有获得华尔街分析师的青睐(直到不久前)。

一样的思考，一致的行动

林奇相信华尔街存在羊群行为，他们被身边的最新市场传言、最新内部消息以及关于新产业领域的建议等所驱使。"你必须理解这个市场的参与者的想法，坦率地讲，我们阅读同样的报纸，聆听同样的经济学家演讲，有着一样的命运"[17]。彼得·林奇劝告个人投资者，你不应该跟随基金管理人进行操作，这是因为：

(1)他很可能是错误的！(我的投资组合中存在大量失败者的事

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实告诉我，所谓的精明理财在40%的时间内是极其愚蠢的)；(2)即使他是正确的，你也绝对不可能知道他何时改变主意并卖出了股票；(3)你有更好的资源，它们就在你身边。[18]

业余投资者可以在竞争中获胜

如果说职业基金管理人通常无法取得好业绩，那么，他们在什么地方不如业余投资者呢？按照林奇的说法是他们的身份优势。"10倍上涨源自各自为政……但它超出了公认的华尔街思想范围了吗？"[19]个人投资者的优势来源于他们可以积累有关公司和行业的知识，可以在职业机构获悉之前，提前很久着手研究公司和行业的巨大增长前景。投资者可以首先发现10倍增长股票的说法也许太露骨，例如，在购物中心或工作场所："普通投资者一年也许可以遇到一只增长2～3倍的股票——可能会感到不满足"[20]。对个人投资者来说，研究一家公司所需的材料是现成的，"所有相关资料等待着被人关注……你不能从公司年报得到的材料，可以通过咨询经纪人、给公司打电话、实地考察公司，或进行一些草根研究的方式获得，这也被称为'踢轮胎(kicking the tires)'。"[21]林奇指出：尽管共同基金的金融分析师和同僚们花费了大量时间与公司CEO交谈，但是，最好的投资通常被偶然发现在日常生活中。这就是为何他能够发现那些让他获胜的大赢家：塔可钟连锁快餐店(Taco Bell)——"在去加利福尼亚的旅行中，墨西哥玉米煎饼给我留下了深刻印象"[22]；拉昆塔汽车旅馆——"在它的竞争对手假日酒店中，有人与我谈起过这家公司"[23]；苹果计算机公司——"我的小孩中，有一个对计算机很精通"[24]；唐恩都乐咖啡连锁店——"我喜欢喝咖啡"[25]。很显然，这些理由并不足以支持我购买上述股票，"所发现的不是买入信号……而只是值得进一步关注的线索"[26]。

令人厌烦和令人不快都是好的

林奇认为有着暴涨潜力的股票往往具有最让人厌烦之处，更重要的是，令人感到枯燥和不愉快！其经营领域很少引起分析师的注意，这些公司股票的价值往往被严重低估：

有着令人厌烦事情的公司往往有一个让人讨厌的名字，两者结合在一起更加让人讨厌，这更让机构投资者避而远之，直到有利好消息出现迫使它们不得不购买它……当它成为被过度估价的热门股票时，你可以把它卖给跟风者。[27]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也有一些并非让人讨厌、但价值被低估的失宠股票，这些股票曾经受到追捧，但出现一点利空消息后被机构所抛弃。

优秀利基股票(niche stock)的特征

林奇从6类股票中为庞大的麦哲伦基金挑选投资对象(缓慢成长公司、市场中坚公司、景气循环公司、快速成长公司、扭亏公司和股价低于净值公司)。要掌握这些股票的分析技能是非常费力的，我们把注意力集中到林奇最喜欢的类别上：处于具有高成长潜力的利基行业的高速成长中小型公司，这是一些未来年均增长高达20%～25%的进取型企业。“如果你的选择很明智，你可以获得10～40倍甚至200倍的收益。拥有一个小型投资组合，其中的一两只股票就将让你发迹。”[28] 利基公司的主要特点如图1.1所示。

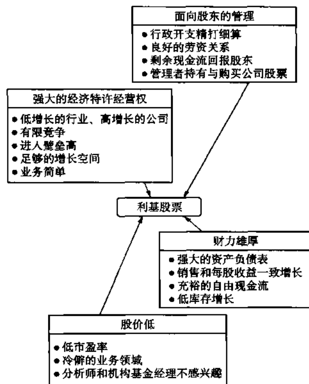


图1.1 林奇的利基投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

强有力的经济特许权

强有力的经济特许权是最重要的因素。林奇认为在缓慢增长型行业中，一家公司更有可能利用其优越的可持续竞争能力。事实上，如果一个行业根本没有增长（如葬（殡）仪业），那么，他宁愿选择前者。

> 没有什么比看着股市下跌更强烈地刺激高速增长行业。如在1980年代，就单一产品而言，计算机处于一个热门行业，有近千名麻省理工学院毕业生试图弄明白台湾是如何生产廉价计算机的。一旦一家计算机公司开发出世界上最好的文字处理软件，其余10家竞争对手为了设计一个更好软件将不惜投入1亿美元，以便8个月内上市。瓶盖生产、剪息票服务、油桶回收、汽车旅馆连锁店等领域则不会出现上述激烈竞争的情形，竞争不会出现在一个乏味和恼人的、增长性差的行业。你不必防备竞争对手，因为没有人会对此感兴趣。你致力于持续增长和扩大市场占有率目标的回旋余地更大。[29]

在缓慢增长行业中也有快速增长的公司，这方面的例子很多：饮料行业的安海斯布希公司（Anheuser Busch）、葬（殡）仪业的SCI公司、商品零售业的沃尔玛公司（Wal-Mart）、旅馆业的万豪酒店（Marriott）。这些公司往往是在一个地方取得成功后，便在更广泛的地域重复复制其盈利模式，这种扩张模式能使盈利快速增长。华尔街和多数公司管理者关注的新闻是如何在众所周知的高速成长"朝阳产业"中获得竞争优势（如计算机、电信、互联网），而有能力的优势企业则悄悄地在它们的领域内建立起自己的主宰地位，貌似真实金矿的高速增长行业吸引了许多竞争者进入该行业（"在这些行业内，模仿是最真实的内在动力"[30]）。而在一个糟糕的行业，往往迫使弱者退出，强者则可以获得更大的市场份额。* 林奇坚持认为，最好的策略是持有那些在不景气市场中能够获得越来越大市场份额的公司股票，而不是持有那些表面上有令人兴奋的市场，实际上公司正在努力保护日益减少的份额的公司股票。"在这些行业内，竞争不可能比完全控制更有利于企业发展。"[31]

显而易见，一些投资者混淆了"增长"的两个概念。第一个是行业的销售增长。当某些条件得到满足，其中最重要的是高额利润不会因为竞争成本而

---

* 缓慢增长型行业的优点是现有骨干企业拥有客户资源和规模经济优势，参见布鲁斯·格林沃德和贾德·卡恩《揭开竞争的面纱》(2004)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

抵消时，这将导致更为重要的增长形式——该行业中特定公司的利润增长。实际上，大多数高增长行业的销售额增长转变为收益增长的潜力有很大的不确定性，仅仅是这种不确定性就足以让投资者犹豫，尤其是当他们认为有更易于评估其竞争威胁，更简单、更可预见的行业可供投资的时候。

有许多线索可以用于判断公司经济特许权的优势，例如，公司可以在不失去客户的情况下年复一年地提价；每股收益稳定增长；公司能够在一个个城市复制其成功模式；限制将产品卖给单一客户的最高比例；公司具有明显的地方性垄断。

> 我宁愿自己拥有一个当地的砂石场而不是 20 世纪福克斯影片公司（Twentieth Century-Fox），因为影片公司面临其他影片公司的竞争，而砂石场具有利基特点……如果你获得了布鲁克林区唯一的砂石场，那么，你实质上获得了垄断经营权……鉴于砂石的重要性，它们就是一种独家经济特许权 ……这并非夸大独家经济特许权对公司或其股东的价值……一旦拥有某方面的独家经济特许权，你就可以涨价。[32]

理想的利基公司往往从事简单行业的经营，因为理解简单行业的“题材”比得出公司是否有优势的结论要容易得多，并且，在管理方面犯错误的可能性更小。假如一家公司适合由一个笨蛋来管理的话，这可以看作是一个积极的信号，“因为这家公司可能迟早会由一个笨蛋来管理”[33]。

面向股东管理的标志

管理层按照股东利益而不是他们自身利益来管理公司是至关重要的，为此，林奇给出了一些判断管理层面向股东利益程度的标志。

管理层应该节俭地布置他们的办公场所：“办公场所的奢侈程度直接反映了管理层对回报股东的厌恶程度”[34]。当林奇参观塔可钟连锁快餐店总部的时候，他发现它位于一个保龄球馆的后面，那是一个“糟糕的小地堡（grim little bunker）”[35]。在 Crown，Cork and Seal 公司，总裁办公室摆放着已经褪色的油布旧家具，办公室看不见绿色草坪，但家具排列整齐，这些公司的管理层能够正确把握工作重点。“丰厚的盈利与简陋的总部是一个完美的结合。”[36]如果公司办公场所摆放着精美的古董和昂贵的木雕家具，这是不好的征兆。

优秀的管理者尊重和公平地对待每一位员工。“他们反对区分有教养的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

白领和低贱的蓝领的带有歧视性的公司等级制度，给所有员工支付合理的薪水，使员工利益与公司发展挂钩。"[37]

在满足投资需求后存有剩余现金流，且不愿意通过回购股票或提高分红来回报股东的公司，意味着管理水平不高。注销部分股票对于每股收益和股票价格均有积极的影响，而有些管理者则热衷于以高价格和愚蠢的兼并使公司得到扩张。林奇称之为"多元恶化(disworsification)"。赫什·舍夫林(Hersh Shefrin)讲述了林奇造访苹果电脑——麦哲伦投资组合中的一只股票的故事。苹果电脑公司财务主管鲍勃·索马什(Bob Saltmarsh)说，他发现林奇与其他基金管理人完全不同。"他的问题与众不同，他的注意力更集中、更富有洞察力，尤其是，他回避技术问题，并告诉我：'我只买我理解的股票。'"[38]苹果电脑已经经历了一个很好的时期，销售额翻了一番，拥有 7～8 亿美元现金。林奇常以 9 或 10 种方式询问同样的问题，索马什并不知道林奇真正关心的问题是什么，因此，他总是问林奇发现了什么。"你会是另一个 G. M.？是不是你的钱多了？你会信守你的观点，或者放弃和尝试你不明白的事吗？"[39]

林奇希望看到管理层购买公司股票。"当业内人士疯狂购买时，你可以确信股票价格处于最低，该公司将不会在未来 6 个月倒闭。"[40]大量股权(相对于工资)激励管理层回报具有绝对优先权的股东。相反，如果管理层卖出股票也不应该简单看成是一个消极的信号，原因是多方面的：如学费、购房等等。但业内人士购买本公司股票却只有一个原因："他们认为，股票价格被低估，并终将会上升。"[41]

财政实力

投资者永远不应该投资于一家不了解其财务状况公司，一份好的资产负债表是必不可少的。"股票投资最大的损失来自于公司糟糕的资产负债表。"[42]首先要看看公司是否具有偿债能力——它有能力支付到期的债务。林奇往往寻找安全边际(margin of safety)大的公司，很少或没有债务以及现金充裕的公司是首选。"最重要的是，债务状况将决定在危机到来时，哪些公司能够生存下来，哪些公司将倒闭。"[43]他特别关注公司的债务结构和债务总额，如果公司的大部分债务是短期贷款或偿还日期非常集中，这将是很危险的。如果债务的增加速度超过现金的增加速度，这也是公司经营恶化的迹象。但是，如果债务水平保持不变或不断下降，而现金流增加，这是

> **千万不要投资于一家不了解其财务状况公司**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个好的信号，现金增长超过债务增长对公司是非常有利的。

其他关键信息可以通过考察公司的会计账户来获取，包括公司的销售和每股收益变化范围是否朝着有利的方向发展。此外，你还可以考察该公司能否产生足够的现金，以便投资于有潜力的项目，而无需向股东筹钱。如果一家公司需要大量的现金注入才能正常经营，作为股东，你肯定想远离它。另一个不好的征兆是公司有大量存货："当库存增长速度比销售增长更快时，这是一个红色信号。"[44]

低价格

林奇写道，给作为公司组成部分的股票定价并不比分析当地自助洗衣店、药店或公寓大楼的价值更难。"虽然有时容易忘记股票不是彩票，它代表了企业的部分所有权。"[45]同样地，你不会为自动洗衣店公司去年的盈利水平支付更高的价格，除非你预期公司能够持续获得高增长收益，你应该回避高市盈率股票，除非预期未来收益的增长更高：

> 除极少数情况外，高市盈率股票是不适合投资的，这比如马鞍上多余的重量是加在赛马身上的一个多余负担。一只高市盈率股票必须拥有难以置信的盈利增长速度才能够成为一直持有的理由。[46]

林奇提供了一个判断市盈率的经验法则：

> 任何被公平定价股票的市盈率等于公司收益增长率……如果市盈率低于增长率时，你可能会发现价格便宜……一般而言，当市盈率是增长率一半时是非常好的，而如果市盈率是增长率的 2 倍则是非常不利的。[47]

我们在体会这些话时必须牢记，林奇是在相对较高通货膨胀的时代进行投资的，因而公司名义增长率有着两位数。在通货膨胀率为 2%～3%的环境下投资，我们不能指望市场平均的名义收益增长率长期超过名义 GDP 增长率，即每年 2%～3%的实际增长率加上 2%～3%通货膨胀率。在这种环境下，林奇的经验法则不可行。不过，我们可以肯定地说，一个利基投资者应避免投资比预期中期经济增长率更高市盈率的股票。

林奇给出了判断公司盈利增长的五个基本方法：

- 产品成本具有下降的空间；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 产品价格有上升空间；
- 存在可进入的新市场；
- 现有市场可进一步做大；
- 若经营失败可以选择停业、复兴或财产处置。

从根本上说，盈利增长取决于公司的战略定位和管理层的能力，这些定性因素很难转化成合理的关于未来收益的数学估计值。对于任何股票的价值评估而言，了解公司的竞争环境和管理层的能力是至关重要的。

有助于投资者研判相对于未来收益定价偏低股票的因素也包括被华尔街分析师和基金管理人所忽视的、不起眼的公司，或者是规模太小、难以吸引他们眼球的公司。

当分析所必要的信息（经济特许权、管理水平、财力和低价格）收集完成后，林奇就给他本人和部下实施一项重要的纪律，他需要将大量的细节归结为几个要点。决定投资于否的关键变量必须以“两分钟独白”的方式提交，有详细附录的长篇报告固然非常好，但投资的艺术是关键因素能够导向投资目标——如果分析报告足够好的话，这些因素在两分钟内是可以理解的。如果超过两分钟，那么，说明这项投资过于复杂，被不确定因素所笼罩，必须作进一步的分析考虑。

管理投资组合的其他要素

多样化投资

麦哲伦基金同时持有的股票高达 1 400 只。在 13 年的时间内，彼得·林奇管理的股票高达 15 000 只。这是否意味着他赞成高度多样化投资？其实根本不是这样，林奇主要是被迫持有如此多的股票，因为该基金是如此之大，证券交易管理委员会的规则坚持认为，基金持有某一公司股票不能超过公司股份的 10%，持有任何一家公司股份市值不超过基金总资产的 5%。一般而言，基金资产的一半投资于前 100 种股票，三分之二的资产投资于前 200 种股票，只有 1%的钱分别投向另外 500 种股票，并通过后续监测决定是否增加对其的投资。具有讽刺意味的是，林奇管理着一个极其多样化的基金，但又坚持认为投资者（那些管理千万或百万美元资金规模的基金管理人，而不是管理 10 亿美元资金规模的基金管理人）的多样化投资程度应该低。在他的著作中没有提出确切的多样化程度，但同时投资从来没有超过 12 只股票。

请认真思考以下建议：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最小的投资者可以遵照上述5条经验法则，使投资组合限制在5只股票以内。如果其中的一只股票上涨了10倍，即使其他4只股票毫无进展，你的股票市值还是你本金的3倍。[48]

业余投资者可能会花时间跟踪8～12只股票，以便使自己购买和卖出股票有更充足的理由，但任何时候都不要使自己的投资组合超过5只股票。[49]

关键的前提是要有足够的时间，以便能够对每一家公司有足够的了解。"拥有股票就像是教育孩子——不要介入超出你能力范围的事情。"[50]投资组合中的所有股票都必须通过严格的考察，除非你肯花时间分析它们，否则，你不可能知道它们是否适合投资。很简单，如果他/她的智力资源不能被很好地开发利用，个人投资者的分析优势根本不会超过华尔街分析师。在投资与投机的范围内，每一个投资者的选择是不同的：

也许这就是一只股票，或者是一打股票……为了多样化而分散投资多家不了解的公司毫无意义，愚蠢的多样化投资属于小投资者中的另类人物。话虽如此，但只投资一只股票也是不安全的，因为尽管你尽了最大努力，但你选择的这只股票很可能成为难以预见环境的受害者。在一个小的投资组合中，拥有3～10只股票会令人感到合适。[51]

了解真相

当投资者处于情绪亢奋，同时乐观地决策将大部分资金投资于一只股票的时候，他或她经常会听到质疑他/她错误的声音，克服这种恐惧的唯一方法是对真相的分析比发问者更为透彻。投资者必须检查和核对有关该公司负面评论的事实根据，当确信他或她不是盲目乐观时，先前受到信心困扰的购买者则迎来了成为赢家的时刻。

保持对题材的持续跟踪

投资者必须做好持续跟踪投资组合中股票题材的准备，采取买进即忘(buy-and-forget)策略可能是灾难性的。必须回答关于股票的两个基本问题："(1)相比每股收益，股票价格是否仍然具有吸引力？以及(2)正在发生的何种事情促使公司的盈利增长？"[52]通过更多地了解你所持有的股票，可以避免出现许多投资者存在的过早卖出的决策错误。这些投资者拥有股票价格增长1

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

倍或2倍的快感经历，并得出结论说股票价格不可能涨得更高。但这是基于它已经上升了很多且具有较高市盈率的事实而言的。实际上，一只好股票在经过大幅上涨后完全可能继续持续上涨。如果题材仍然具有吸引力，也就是说，盈利持续改善和基本面没有改变，则股票还可能继续上涨5～10倍。但不可能简单地说，购买任何一只股票都会有6～12倍的涨幅，这取决于公司不断增强的竞争能力和管理水平。如果这些基本面保持强劲，那么题材就是完整的，你应该坚持。保持对公司及其行业持续关注还有另一个原因，在一段时间内，你将了解到决定盈利的关键因素是什么？可能导致对公司的永久性损害的因素是什么？以及对公司只有暂时影响的因素是什么？经济衰退和投资热点不断变换，如果你真的了解了投资组合中公司的状况，那么，当市场过分渲染一些短期负面因素时，你将保持清醒的认识。当市场整体衰退时，也许最好的股票也将受到拖累。当你持有的股票发生一个特定事件时，也许大量意志不坚定的投资者会选择放弃持有。不管是什么原因导致价格下跌，它都给精明的投资者提供了一个极好的廉价增仓机会。“最好的股票收购是你已经持有的股票。”[53]

有计划投资

当市场中投资者普遍的恐惧影响到你的时候，你会害怕购买或卖出。抵御这种一波又一波的情绪影响的方法是让自己成为一个有计划的投资者，不管情况如何，坚决按照自己的最佳习惯投资。获得超过30%的回报可能需要持有几年的时间，但损失10%也可能需要几年的时间。计划是投资活动的一部分，你必须具备这种角色优势。如果你正在经历一个困难时期，不必拒绝已经被证明有效的基于华尔街当前流行热点的选股方法。如果你希望每年获得30%的回报，那么，你可能使自己陷入糟糕的境地，在接下来的几年里，你将因你的股票而受到挫折，你的急躁恰恰可能会导致你在错误的时刻卖出股票。“或者更糟糕的是，你可能会为了追求虚幻的回报而承担不必要的风险。不管市场是好是坏，只有始终坚持一个策略，你才可能使长期收益最大化。”[54]

股票市场的投资活动并非严格的科学，成功的投资者能够接受定期损失和意外发生，糟糕的间歇性投资将失去你的一切。精明的投资者能够容忍损失，并继续寻找下一只股票。“如果我的10只股票中有7只达到了预期收益，那么我很高兴。如果我的10只股票中有6只达到了预期收益，那么我也很感激。10只股票中有6只达到了预期收益足以在华尔街创造一个令人羡慕的业绩记录。”[55]许多投资者认为自己是长期投资者，但在许多情况下，当市场出现严重衰退（或疯狂上涨）时，他们很快成为恐慌的短期投资者，而其他人则变

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得急躁，因为他们觉得所持有的股票正在发生某些不利的事情。而当他们放弃和卖出时，正在发生的事情正是对他们有利的。

成功或失败取决于你忘却世间烦恼的能力，长时间忘却烦恼将使你的投资获得成功。决定股票投资者命运的不是智力，而是欲望……[56]你可以成为世界上最杰出的资产负债表分析或市盈率分析专家，但是，如果没有信仰，你将会倾向于相信负面新闻……我讨论的是什么样的信仰？相信美国将生存下去，人们将继续在早上起床，依次把他们裤子穿到每一条腿上，而生产裤子的企业将为它们的股东创造盈利。[57]

避免做什么

林奇发表了很多关于揣测最佳时机的看法，而且都是消极的观点。他认为无法预测市场在未来一年或两年的运行方向。他还拒绝接受技术分析。“我对关于市场波动的科学不感兴趣”[58]，他目睹了过去市场发生的一些惊人的上涨和下跌。他说，即使具有足够的警觉和经验，也无法预测它们——试图这样做是徒劳的。他同意沃伦·巴菲特的观点，短期市场的跌宕起伏与正确的投资无关，但给精明的投资者提供了廉价建仓的机会，如果其他投资者足够愚蠢的话。

每年我都要同上千家上市公司的高级管理者交谈，并且我无法避免会看到报纸上引用的各种各样的黄金投机者、利率投资者、联邦储备银行观察员以及财政评论员的评论。数以千计的专家研究超买指标、超卖指标、头肩形态、看涨看跌比、美联储的货币政策、外国投资情况、天上星座的运动以及橡树上的苔藓，但是他们却并不能持续地准确进行市场预测，他们的预测能力比古代那些通过挤压鸟的砂囊(gizzard squeezer)来为罗马君王预测什么时候匈奴人会突袭的占卜者也好不到哪儿去……所有重大上涨和下跌均令我诧异。[59]

投资者必须把精力集中在公司业务问题上，而不是在不可能实现的事情上浪费时间。基于市场走势预测的股票买入或卖出行为可能导致糟糕的投资业绩，因为投资者往往容易在错误的时间点陷入过度悲观或过度乐观，这类投资者往往感情用事，无法摆脱所关注问题的情绪影响，往往在错误的时间犯自

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

满或妥协的错误：

> 当市场下跌或经济发生动摇以后，他关注的是什么因素会阻止他廉价购买好股票。然后，他在更高的价格购买，但因为他买入的股票继续上涨使他变得自满起来。此时，本应该是关注基本面的时机，但他并没有这样做。最后，当他的股票陷入低潮、股价跌入成本价以内时，他投降了，痛苦而仓促地卖出股票。[60]

如果你还需要为自己基于市场趋势预测结果选择不交易和退出市场找另一个理由，那么，你就需要看看所有交易的纯粹成本——股票经纪人的意见和税务当局的掌声，这对投资者而言不是什么好事情。

在美国有多达 60 000 名经济学家，林奇对他们中大多数人的工作毫不留情。他说，如果他们能够成功地预测连续出现的两次经济衰退，那么，他们现在肯定是百万富翁。“正如一些明智的学者所言，如果世界上所有经济学家联合起来，那不会是一件坏事。”[61]相比那些只为博得肮脏掌声的经济学家，致力于揭示事实真相的经济学家是个例外。例如，埃德·海曼（Ed Hyman）关注废料价格、库存和有轨电车运输。

避免投资最热门行业中的热门股票

避免投资最热门行业中的热门股。获得大量宣传的这些股票只不过是“希望和稀薄的空气（hope and thin air）”[62]。如果股票价格偏离了已知的内在价值，犹如其上涨一样，价格也可以快速下跌。那些尚未得到充分宣传，只是正在股票经纪人之间悄悄谈论，无法进入流行趋势范围的高科技创业和致力于奇迹创造的生物技术公司也是必须避免的。“耳语股票”（whisper stocks，时髦板块股票）对股票赌客似乎有着催眠效应，他们通常没有实质内容——没有牛排，有的只是嘶嘶声。“选股者没有核查每股盈利等指标的负担，因为通常这些股票没有盈利……到处是显微镜的眼光、哲学博士的思考、被寄予厚望以及对售股后现金的期待。”[63]

林奇试图提醒自己：当诱惑出现时，如果该公司确实很好，那么在下一年及之后将是一个很好的投资机会。当该公司已建立了一套规范的交易记录时，将有可能看到更清楚的盈利前景，甚至证明公司自己可以上涨 10 倍：“如果有疑问，也可以在以后调整。”[64]

在价格上涨时机械地卖出股票的投资者，往往死守亏损的股票，总是指望将来有出头之日，甚至得到特别的推荐。这种行为被形容为“拔出花后给杂草

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

浇水(pulling out the flowers and watering the weeds)”。同样愚蠢的是，输家机械地卖出亏损股票以及赢家始终捂住股票不卖。“因为他们把目前的股票价格波动看作是反映股票内在价值的指标……没有告诉我们任何有关公司前景的信息，因此，这两种策略注定要失败。”[65] 当你持有的股票价格不断下跌时，如果低价卖出，那绝对是一个悲剧。如果公司基本业务前景仍然良好，那么，股价下跌提供了一个极好的廉价加仓机会。“如果你不能说服自己，‘当下跌 25%，我是买方’，同时消除以往的致命想法，而是‘当下跌 25%，我是卖方’，那么，你将永远不会在股市投资中获得满意的利润。”[66] 因此，止损委托是没有道理的——即任何股票下跌了 10%就自动卖出的规则意味着抛弃了一些优秀的利基公司股票，浪费了股票分析的成果。

投资者不应该做天真的逆市交易者——完全随市场剧变而反向交易，投资者应该做精明的逆市交易者，当有证据表明市场对某股票定价错误时，选择在股价锯齿运动反转的时刻进行交易。“真正的逆势操作者……购买不被人关注的股票，特别是那些让华尔街打呵欠的股票。”[67]

不要指望购买到超越原有股票的后来者，下一个微软(Microsoft)或通用电气(General Electric)决不可能超过原来的微软或通用电气。“以我的经验，未来的东西永远不可能是过去东西的复制。”[68]

金融市场另一个非常耗时和代价高昂的领域是衍生证券市场。“在我的整个投资生涯中，我从来既不买期货也不买期权……沃伦·巴菲特认为，股指期货和期权应当是非法的，我同意他的观点。”[69]

从来没有看到其他投资者成功，这应该被看成是你的损失——“如果只有你买了一只给你带来 250%回报的股票”，不要让这种情况恶化，因为在你看来，如果你这样做，有一种可能性是你将继续尝试购买能提供快速回报的风险股票，但这不符合明智投资的标准。

不要排斥对流动性不佳的股票公司做进一步的研究，绝大多数股票一天仅仅交易几千股——许多股票甚至在若干天的时间内没有交易。如果你只是购买那些每天交易数以百万计的股票，那么，你已经排除了 99%的公司：

> 股市犹如恋爱婚姻，山盟海誓并不能保证今后不离婚。如果你一开始的选择是明智的，你不会想离婚，否则，你会有麻烦。世界上所有的流动性均不会使你免于痛苦、苦难和金钱损失。[70]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

卖出时机

林奇对于卖出时机的看法表述简单，但实施很难。只要题材保持良好，那么，其原则就是继续持有甚至加仓，也就是说，盈利增长前景表明了价格的持续性。“当你已经找到了合适的股票，并且买了它，所有证据告诉你它会上涨，而且一切都在按你的预期发展，那么，如果你卖出它将很可惜。”[71] 至少有两个困难——心理上的难题。首先是股票价格是否会继续上升，其次是股票价格是否固定不变或下跌！

如果股价上升，它将诱惑你不能太晚卖出以便兑现利润。“通常认为，股价上涨后继续持有赢利的股票比股价下跌后继续持有亏损的股票更难。”[72] 这是因为股票价格上涨后并不意味着一定会下降——基本面是其决定因素，而非历史价格。若经过第一次显著上涨后即卖出兑现是不可能获得 10 倍收益的。如果股价下跌或持续低迷，则需要有充分的耐心。当其他人都宣称你不应该首先买它时，要是他们正确，那你无疑犯了错误？如果 12 个月或 24 个月过去了，市场还没有看到公司的优点，即使是意志最坚定和最精明的分析师也很可能会开始怀疑和动摇他的想法。但是，他们应该鼓起勇气。林奇常常也是咬紧牙关等待其他人认识到公司良好的基本面。“当股票价格运动方向不明时，我习惯于耐心持有，我赚得到大部分钱是买入并持有股票的第三或第四个年头。”[73]

所有这一切都反复说明需要充分了解公司的基本状况及其变化情况，只有你的知识能让你作出正确的决定，包括卖出股票的决定。

如果基本面恶化，同时价格上涨，那么，这可能是你应该考虑卖出，并把资金投入到一个具有更美好前景公司的时候了。基本面恶化但价格又大幅上涨，这种自相矛盾现象通常发生在华尔街专家对投资机会的认识太晚的情况下。“如果 40 位华尔街分析师给予某只股票以最高级的推荐建议，60%的股份由机构持有，3 种国家级杂志讨好公司 CEO，那么，这肯定是值得考虑卖出股票的时间。”[74]

方法的难点和不足

浅显地阅读林奇的著作，似乎股票投资是很容易的。的确，这对个人投资者而言是非常令人鼓舞的。然而，乐观信息的背后提请读者彻底了解公司业务及其管理状况，这就需要有非常认真的关于时间和精力投入的承诺。话虽如此，很明显，林奇真的认为具有适度智慧和决心的普通个人投资者完全可以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

战胜华尔街专家。也许他们无法实现林奇那样惊人的投资业绩，他们投资失误的比例可能更高，但无论如何，他们自己投资肯定比将钱交由共同基金或盈富基金管理更好。这一积极结论的深刻假设是公司业务和其环境是可以正确分析的，而且至少应有关于企业战略分析的原则知识，第 9 章和第 10 章对此进行了讨论。

除了必要的知识外，投资者还需要有更高层次的个人品质，这就是非常乐观地对大家说出可以实现的一切，甚至包括多年的投资经验。

> 这是最重要的问题。在我看来，好的品质应该包括耐心、自立、判断力、容忍痛苦、开放的胸襟、超脱、毅力、谦逊、灵活、愿意独立研究、愿意承认错误、超脱恐慌……能够在信息不完全或不完善的情况下作出决定也是很重要的。华尔街的事情不可能是明确的，往往是当人们意识到获利机会时为时已晚，要求有完整信息支持的科学思维方法在这里行不通。最后，还有很重要的一点，就是能够克服人性的弱点和经得住"肺腑感觉"的诱惑。有预测股票价格诀窍的投资者是罕见的，即使有，往往连他们自己也不相信。[75]

哎呀！一连串的品质。我们当中有多少人能够宣称自己具备这些美德？不过，只要努力，不完善的人也可以成为品质好的人。即使是林奇，也经常达不到他为我们设定的理想标准，但他的理念是不断吸取教训、重新振作、下次努力做得更好。

投资者需要提升自己综合运用定量和定性评价方法的能力，为此，必须具备两个方面的能力。

> 选股既是一门科学，也是一门艺术，更是一件危险的事情。如果一个人迷恋定量分析，过分注重资产负债表分析也是不可能成功的……另一方面，把选股纯粹看作是艺术也同样没有效果。我的意思是通过艺术思考，利用直觉和激情判断与右脑化学反应……感知（相信）一些选股诀窍……或预感。持有这种观点的人倾向于忽视定量研究和"玩弄"市场，以此证明其有效性，但最终往往导致更大的损失……我 20 年一贯的选股方法是艺术和科学加上实地调查。[76]

投资者必须认识到股票投资是高风险活动。成功的投资者通过固守久经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

考验的原则和避免情绪控制偏差造成损失的方式提升他们的盈利概率。他们在知识获取和性格特征完善方面的付出比其他人多得多。他们并不反对你我效仿他们，也认同你我完全可以创造优于华尔街专家平均水平的投资业绩，但他们坚持认为我们应该立即行动起来，然后像天鹅戏水一样，从容应对，使选股变得很轻松。

必须认识到股票投资是一项风险活动

当然，如果你不愿意辛勤工作，你仍然可以采取威尔·罗杰斯(Will Rogers)所说的投资方法："不要赌博，用所有储蓄资金购买和持有一些好股票，静候价格上涨，然后卖出。如果它不上涨，就不买它。"[77]

彼得·林奇投资方法要点

■ 个人投资者可以战胜职业基金管理人。

个人投资者具备许多优点：

— 选股时不墨守成规；
— 不必听命交易规章制度；
— 可以避免匆忙决策和大规模交易的禁忌；
— 可以购买小公司股票，这是多倍收益投资的主要对象；
— 可以从容地分析理解投资组合的每一只股票；
— 不必成为市场趋势的追随者；
— 可以在专业投资者在购物中心或工作场所等听说有关信息之前，潜心研究具有巨大增长前景的公司；
— 可以廉价买进暂时让人讨厌的股票。

■ 优质利基股票的特征(定义：利基股票是指在具有高成长潜力的利基行业经营的高速成长中小型公司股票——这些进取型企业每年以 20%～25%的速度增长)：

— 强有力的经济特许权：
  — 缓慢增长行业内的快速增长公司；
  — 有限竞争；
  — 行业进入壁垒高；
  — 存在大量增长空间；
  — 业务简单。
— 面向股东的管理：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

  — 公务节俭；
  — 劳资关系良好；
  — 向股东回馈现金分红；
  — 管理层持股。
— 财务状况良好：
  — 资产负债表良好；
  — 销售和每股收益一致增长；
  — 自由现金流充裕；
  — 库存增长率低。
— 股价低：
  — 市盈率低；
  — 冷僻的业务领域；
  — 被分析师和基金管理人忽视。

■ 投资组合管理的其他要素：
  — 如果无法深入了解投资组合中(一般 3～8 家，最多 12 家)的每家公司状况，则不应进行多样化投资；
  — 了解事实真相，形成自身优势；
  — 保持持续跟踪，以确认基本面是否仍然良好，进而决定不过早卖出或股价下跌时加仓；
  — 固守投资计划，以便保持投资的前后一致性，以及当不利因素出现时，不错过任何一个好的投资机会。

■ 避免做什么：
  — 市场时机选择；
  — 技术分析/图表主义；
  — 宏观经济分析；
  — 投资热门股票；
  — 投资私下传闻推荐的股票；
  — 小涨即抛、下跌死捂(拔出花后给杂草浇水)；
  — 追涨杀跌；
  — 止损委托；
  — 简单的逆市交易；
  — 衍生证券投资；
  — 盲目跟风操作；
  — 频繁交易(沉迷于流动性)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

■ 卖出策略：

- 不论股价是上涨或是下跌，只要基本面或题材仍然保持良好，坚决不抛；
- 如果基本面恶化，题材变得非常脆弱而难以支持目前股价，必须抛售。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2 约翰·奈夫的明智低市盈率投资

约翰·奈夫是一个价值投资者。在他管理温莎基金(Windsor Fund)的时候，他就奉行投资相对于每股盈利而定价偏低股票的投资理念。然而，这一方法最大的问题是需要对股票市盈率做大量的分析研究，这无疑增加了将这一方法由简单的低市盈率投资向精明的低市盈率投资方法的转变。

约翰·奈夫 1964 年开始掌管温莎基金，到 1995 年退休为止长达 31 年。在这 31 年中，有 25 年的投资业绩超过市场平均业绩。到 1985 年停止吸纳新的投资者加入为止，温莎基金一直是美国最大的股票基金。1964 年投入温莎基金 1 美元，到 1995 年可以有 56 美元的回报，与标准普尔 500 指数的 22 美元相比，温莎基金的总收益率为 5 546.5%，超过标准普尔 500 指数基金收益 2 倍以上。扣除成本后的年收益高出市场平均 3.15 个百分点，扣除成本前的年收益则高出市场平均 3.5 个百分点。[1] 这是一个非常好的业绩表现，尤其是当考虑到该基金的费用成本比标准普尔 500 指数基金还低的时候。

固守己见

奈夫拥有反对传统市场观点思潮以及独立自主投资决策的能力，这得益于他的早期经历和勤奋工作的品格。即使在他年轻的时候，他就被看作是一个遇事善于独立思考的人。他表示，他的小学一年级教师很少表扬他，并说他好斗。“即使面对权威，我也从不在争论中屈服。事实上，我母亲常说我应该成为一名律师，因为我喜欢争辩。”[2]

在他年轻的时候，他们的家族企业倒闭了，他从中总结了三点重要教训：(1)涉及到金钱时，感情可以愚弄你；(2)只要有一家公司出问题，那就不是精明的投资；(3)酗酒不是一个企业或个人的美德。[3] 前两项肯定是决定他后来投资成功的关键要素，第三条适用于任何行业和个人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在他五年级的时候，他从事棒球卡片交易，竞买最具上涨潜力的卡片。他看到了人们激动的情绪或狂热的势头，甚至儿童也"购买"卡片并期望以更高的价格卖给别人。他对此感到奇怪，他还注意到升幅最大的卡片最终下跌也最多。

1950 年，他加入了父亲设立的小经销公司，将机械设备销售给汽车分销商、加油站和农民。这给我们的经验教训是"你不需要依靠魅力来赚钱。事实上，如果你能找到一个乏味的行业，那么，它是不太可能吸引竞争者的"[4]——对林奇言论的回复。

海军年(Navy years，1951～1953 年期间)也非常有启发性——主要用于发薪后的扑克游戏。获奖水兵是那些基于概率分析坚持一贯做法的士兵，他们意志坚定，确保自己不被诱骗去尝试战胜大人物，除非概率坚决站在他们一边。

投资新手

作为一个非常能干的大学生(1953～1955 年期间)，奈夫选修了由本杰明·格雷厄姆的弟子悉尼·罗宾斯(Sidney Robbins)博士教授的两门课程(格雷厄姆是下两章的主题)。在 20 世纪 50 年代末期，奈夫一边作为克利夫兰花旗银行的证券分析师工作，一边继续他在西储大学的银行和金融学位教育。他承认，一开始他的投资知识很肤浅，但很快证明了他的学习能力，进步神速。最终，他对创造性选股方面的种种限制感到沮丧。1963 年，他被说服到温莎基金从事证券分析师的工作。

温莎基金面临巨大的赎回压力——投资者有赎回的自由。7 500 万美元基金专注于"想像中的小型成长型企业，这些企业增长的持久性并未引起足够的重视……(它)投资于这类股票时间太长，导致最终失败"[5]。11 个月后，他成为第一个个人投资组合经理，他通过采取超规模配置组合产生了积极的影响，他看到了所希望的回报："多样化投资可能使你平庸。"[6]

在他退休后的 1995 年，他回忆起他母亲当初认为他喜欢争辩的评价。他说，他的整个职业生涯都在与股票市场争辩。"令人高兴的是，"他写道，"在我与市场争辩的过程中，我赢得的论据比我丢失的论据多得多。"[7]

投资原则

那么，大多数市场参与者和奈夫的投资原则之间的本质差别究竟在哪里？

他总是寻找失宠、被忽视或误解的股票，这些未来的黄金股票常常维持低市盈率(P/E)。不仅如此，而且其盈利增长前景是好的。

市场往往充满着短期时尚潮流，这些因素导致某些股票被过度定价，且高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股价持续时间很短，而那些具有题材优势、价值被低估的股票往往被人认为难有作为，但通常它们都是好股票。投资者集体陷入了思维陷阱，共同忽略了那些更可靠的公司。投资者对利空消息往往比对利好消息的反应更为剧烈。

奈夫认为，如果你购买了一只负面因素已释放的股票，那么，你会对它的任何利好消息感到惊讶，而这些利好消息对股票价格有着更深刻的积极影响。另一方面，如果你购买了一只被认为有着巨大增长潜力的股票，那么，任何丝毫的利空消息都可能对股价产生重要的负面影响。

成功的精明低市盈率投资需要投资者具备一些性格特征。首先，是要有购买落魄股票的勇气，其他投资者可能会茫然地盯着你，并试图理解你的古怪行为。其次，是必须有接受因违反常规投资而导致失败风险的心理准备。按照常规套路投资失败是可以接受，而非常规投资失败则被认为是愚蠢的。多数人宁愿坚持传统套路投资，而不愿去冒风险：

> 如果你做过充分的调查，那么，你就有足够胆量进行投资决策，而不管别人说什么。这种说法符合人性的特征，但人们并不愿意经常承受这样的审查。为了成功投资，任何人都可以反思过去的交易得失。当股票以30倍收益的价格转手时，谁能记得该股票收益只有12倍时被卖出的那一天？但是，那时的买方呢？大多数人在最新新闻报道面前恐惧退缩或拥挤在那些所谓最快速增长的股票的花车上，即使其车轮即将脱落也无所畏惧。[8]

毅力是另一个重要特性。一般而言，长期逆市投资是违背人的本能的。毅力和耐心也需要应对来自于市场周期变化的收益与你关于股票判断的滞后时间。有时，其他投资者可能需要几年的时间才能认识到他们的错误并开始意识到某些公司盈利稳定增长的优点，尤其是在牛市的时候。在1970年代早期的“漂亮五十(Nifty Fifty)”股票时代，奈夫深受投资业绩相对较差之苦。投资者大肆追逐这些魅力股票，奉行“买后持有”策略，但天花乱坠的炒作于1973年走向了崩溃。奈夫在这种股价上蹿下跳的情况下保持冷静，获得了优异的长期投资业绩：“如果你没有随市场起舞的能力，而又过于着急，你不妨把钱放在床垫里”[9]。

> 毅力是另一个重要特性

领悟历史并保持对股票市场行为的清醒认识使投资者可以正确评估可能的前景和风险。如果不坚持这一点，你可能会任由市场热点摆布。随着时间的推移，你开始认识到市场的特点，“这是不理性的和无情的，也是脾气坏的和不友

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

好的，偶尔是宽容的与和谐的，市场有好日子和坏日子，好年景和坏年景。”[10]

奈夫的投资风格是不指望在少数股票上发大财。奈夫会偶尔击中本垒打（home runs），但在大多数情况下，“我们的得分主要依靠安打（base hits）”[11]。为了胜利而归，投资者需要始终如一，而不是指望太多的一杆制胜。奈夫用网球来类推解释始终如一、坚持和耐心的重要性。有些球员非常优秀，并拥有通过自己的比赛风格来赢得比赛的能力，他们有着很好的扣球和发球环节。但是，大多数球员并不是这样的，对他们而言，最佳战略不是玩梦幻网球——全力赢得杰出的截击。不，他们最大的希望在于通过减少失误来赢得比赛，尽量增加打球的回合数，迫使对手犯错误。“投资成功并不取决于股票或牛市的魅力，果断和毅力是先决条件。果断能把握住机会，毅力可以使你在其他人与你不一致时坚定自己的选择……对我们来说，丑陋的股票往往是美丽的。”[12]

关键要素

温莎基金通常购买市盈率低于市场平均 40%～60%的股票。如果这些股票还有稳定盈利增长的承诺，那么，这些股票具有“涡轮增压（turbocharged）”的发展潜力：首先，当市场最终认识到这些都是优质公司的时候，市盈率将上升；第二，盈利增长反过来支持股价上涨，甚至可以上涨 50%～100%。设想有 A 和 B 两家公司，双方的盈利都是每股 1 美元，但 A 是众所周知的经过深入分析的公司，市盈率为 20 倍；B 公司是被市场忽视的且处于一个不受欢迎的行业，目前只有 10 倍的市盈率。这两家公司不仅有相同的当前收益，而且通过你的严谨分析发现，它们的盈利增长将达到同样的 8%。那么，一年后，A 公司和 B 公司的盈利都是每股 1.08 美元。如果市场维持在 20 倍的市盈率水平上，那么，股票价格将上涨到 21.60 美元，增值 8%。

在过去一年内，市场已逐渐认识到它对 B 公司的经营困难反应过度，于是开始重新评价它。现在，市场愿意按照 15 倍市盈率定价，对应每股 1.08 美元盈利的股票价格是 16.2 美元，高达 62%的年投资收益率！并不是所有的低市盈率投资组合都会变成 B 公司那样成功的股票，但是，很显然，在多数情况下战胜市场是完全有可能的。低市盈率股票的诱惑力不仅仅是当市场处于上升阶段时同时上涨，而且当市场处于下跌阶段时，它们具有更强的抗跌性，因为此时投资者将所有的利空消息都反映在股票价格上，没有什么预期利好支持价格不下跌，而公司已经比较差的财务业绩不可能产生更坏的负面影响。但是，业绩好转的信号却能够引起人们更大的兴趣，当其他投资者充分认识到其潜在优势时，你已经获得了令人印象深刻的回报。

不能简单机械地投资于所有低市盈率股票。深入分析是必要的，首先你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

需要对盈利数据有信心，如资产负债表中的价值和利润等会计数据具有臭名昭著的可塑性。分析师需要评估公开会计数据的质量，然后，在作出决定之前，视需要进行调整。重新分析会计数据对于获得独立判断是至关重要的，各种差异必须得到明确和解释。

这类投资成败的关键在于必须能够区分导致低市盈率的原因，究竟是因为它们失宠、被忽视或误解，还是经营不善致使公司前景低迷，见图 2.1。

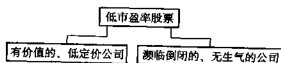


图 2.1　两种类型的低市盈率股票

这一区域正是精明的市盈率投资者相比简单和天真的低市盈率投资者显示其优越性的地方。图 2.2 显示的因素应该得到严格考察。

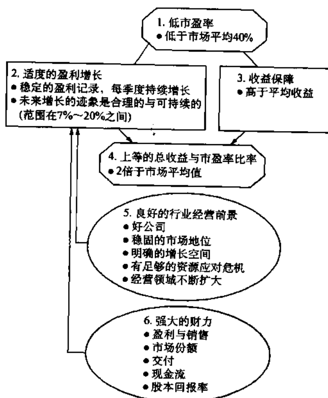


图 2.2　精明的低市盈率投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

适度的盈利增长

年盈利增长超过 7%的低市盈率股票无疑是值得进一步考察的候选股票。每股收益的历史走势图形是很容易获得的，一般由分析师们绘制。这是一个很好的起点，但你需要运用自己的经验判断，因为即使是最好的华尔街分析师也不得不承认，关于未来盈利的估计只不过是有一定根据的猜测而已。公司需要展示优良的盈利记录——最好是持续的季度增长，投资者也需要对以合理速度维持持续增长的合乎逻辑的判断充满信心。快速的盈利增长率足以引起多数投资者注意，但过快的增长率却可能使该股票成为有风险的增长型股票。奈夫通常设定一个 20%的上限，“高增长往往会导致人们的高风险欲望”[13]。

他倾向于预测 5 年内的盈利增长。他认为这是长期的财务结果，因为竞争格局的改变可能以 5 年为界。

收益保障

在投资者等待市场认识到他所持有股票的盈利增长潜力期间，高股息率提供了一个令人满意的收益保障。另外，对盈利增长预期的收益比直观的红利具有更多的不确定性。一般而言，公司红利政策很少降低，优质公司有可能不断增加分红，“这就像你的银行计划增加其存款利率一样”[14]。

温莎基金的业绩以每年高出市场平均 3.15%的速度增长，这要归功于每年大约 2 个百分点的优异股息率。奈夫声称短视的分析师往往以盈利增长预期作为价值评估的基础，因此，投资者可以“自由地结合股息收入”[15]。

他无法理解为什么一只盈利增长 15%加 1%投资收益的股票价格比盈利增长 11%加 5%投资收益的股票价格要高得多。由于被蒙蔽者侧重于收入的增长，精明的价值投资者可能会获得“超额收益(free plus，超出投资者最初期望的收益)”。

奈夫没有明确说明他给出的“较高收益(superior yield)”的意思。事实上，他说有时他购买零分红或股息非常低的股票(例如英特尔股票)。这使问题变得更模糊了，在他的著作中，意指他通常寻找投资收益率至少高出市场平均水平 2 个百分点的股票。

总收益与市盈率比率

为了帮助找出价值被低估股票，奈夫给出了一个经验法则——总收益与市盈率之比应为市场平均的 2 倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

$$\frac{总收益}{市盈率}=\frac{利润增长率+股息率}{股价/最新公布的每股盈利}$$

式中上半部分为利润增长率与股息率之和，即总收益。分母是市盈率，它代表获得总收益权利而必须支付的成本，“是一种度量我们投资资金风险的方法”[16]。

投资者寻找那些相对盈利定价最低、具有最高的股息收入和盈利增长前景的股票。经过多次试验和应用，奈夫确定的基准投资收益率是每股总收益除以市盈率超过市场平均比率1～2倍。值得注意的是，他并没有把总收益除以市盈率设定为固定数量2。为了在必要时获取基准投资收益率，首先要找到市场总体的收益增长率和股息率，并除以市场平均市盈率。例如，如果股票的盈利增长率是6%，市场股息率为4%，标准普尔500指数的历史市盈率为20，那么，一只股票的基准投资收益率为：

$$\frac{总收益}{市盈率}=\frac{6+4}{20}\times 2=1.0$$

如果市场市盈率下降到10，那么，基准投资收益率将上升到2。

在运用这一公式时，盈利增长计算的时间范围是至关重要的。如果经济经历了一个非常好的时期，在过去五年里的平均利润增长达到两位数的百分点，我们不能认为可以直接将其代入公式中，如15%。如果我们这样做，最终可能会有不合理的高基准投资收益率。从长期的观点看，期望全部公司盈利增长率持续以超过名义GDP增长率速度增长是不符合逻辑的。从长远来看，如果是这样，那么，企业利润占GDP的比例将越来越大，而劳动力和其他投入因素的回报将不断减少直至为零。或许企业利润占GDP的比重比其目前实际情况更高，但这不太可能持续很长时间。一个更为合理的假设是，作为国民产出的组成部分，利润所占比例是稳定的，因此，从长远来看，利润随真实GDP增长率加通货膨胀率的上升而上升。试图通过给盈利增长增加最大约束来解释为什么在牛市中人们往往对多数股票推断未来长期有两位数的实际增长率是不符合逻辑的，股市泡沫破裂时，他们将为此付出非理性代价。

良好的经营前景

精明的低市盈率投资方法需要定量与定性分析相结合。未来盈利增长的估计率取决于许多因素，它们并不都是可以量化的。这种分析很大程度在于企业战略领域，正是在这一领域使得知识和判断起到了重要作用。用于选择

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

战胜市场股票(market-beating stocks)的纯数学或机械的工具并不存在，必须要有严谨的经济/产业环境和竞争能力分析。奈夫建议我们学习识别是什么核心要素使一个产业增值。“精明的投资者研究产业、它的产品及其经济结构。”[17]

必须正确理解来自于深入和高品质分析的竞争因素，这种努力对于确保将盈利能力的持久性置于重要地位是必须的——尤其是在不利条件下更应如此。

奈夫对那些拥有强大市场地位的“优质公司”非常感兴趣，奇怪的是拥有强大竞争优势的公司价值被低估和被忽视。当市场关注的焦点是最新的魅力股票或行业的时候，温莎基金似乎找到了一组被市场冲动阴影笼罩的公司。

一家公司能否建立健全业务和战略计划的关键问题是它是否在其行业中处于领先地位。你可能还希望了解公司在其行业中的商誉、行业的增长前景以及公司的主导市场、产品和服务及其获取溢价的能力。另外，可能进入的潜在竞争者和可能开发的替代品是什么？

公司管理在过去是否已表现出了良好的战略思维和执行能力？在消息到达华尔街之前，了解一个行业发展的最好方法是阅读贸易杂志。“走出去，抛去对一个行业的厌倦。”[18]参观工厂或零售商店，尝试产品，请教公司员工和局外人士，找出关于公司、产品及竞争对手的内幕消息。(在第5章中，通过与与公司有关的各种各样的人交谈获取信息的想法被认为是投资者采用的一种极端方法，菲利普·费雪称之为内幕消息。)奈夫建议向公司总裁或者至少是客户关系官员提出一系列关键问题：

“公司是业界定价的主导者或是跟随者？

成本是多少？

谁是市场领导者？

主导市场的竞争对手在做什么？

产业能力可以满足需求吗？

新工厂是否正在建设中？

未来影响盈利的因素有哪些？”[19]

奈夫努力寻找公司的潜在成长空间：产业部门不应该不景气，公司也应该有足够的资源，以便渡过困难时期。

评估公司可持续竞争优势的程度和产业经济状况是不容易的，约翰·奈夫为我们提供了一些线索。

事实上，本书讨论的所有投资大师均为我们提供了一些适用于这一困难领域的思维方法和标准，但并没有提供技术细节。也许他们本身并没有一套

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司应该有足够的资源，以便渡过困难时期

供其使用的公司战略优势评估框架，也许是由于他们对产业领域非常熟悉而凭直觉判断公司的相对优势，但又无法描述具体的判断过程和给别人提供指导。不管何种原因，这些投资大师听任其追随者自己摸索，如果他们想获得最重要的评估标准的话。本书的第二部分补充了现代战略分析的基本理论。奈夫坚持认为，投资者只应投资有充分了解的行业和公司——第 9 章和第 10 章将帮助读者解决这些问题。

按照奈夫的建议，选择处于可预见行业背景下前景可期的公司，投资者必须认可其投资回报水平，尽管这不如寻找下一个谷歌或苹果公司那么令人激动，但他们会更放心：“我的座右铭没有改变：简单地持有它们”[20]。这一要旨在第 6 章和第 7 章得到了进一步强化，沃伦 · 巴菲特和查尔斯 · 蒙吉尔坚持认为投资者只能在个人能力范围内投资。

强大的财力

奈夫认为，公司分析必须从一开始就关注其结果并记录下来，必须收集“完整的数字和事实”[21]。分析师需要对这些数字进行确认或反驳，对公司的过去或现在情况有一个正确的解释，并得出可信的关于公司未来增长的预期。公司的各种数字和比例应当与本行业或市场基准进行比较，以便给出公司的业绩前景判断。他特别感兴趣的是盈利和销售指标，销售必须是不断增长并导致盈利的长期健康增长，如果利润率不断提升，则可能表明公司的定价能力有所增强。另外，如果公司经常出现无法根据订单按时交货，这可能是源于公司的某些严重缺点或者由于市场需求大于公司供给能力。如果是后一种情况，则公司很可能将走上正轨并促进利润增长，这样的公司应该列入投资组合。

现金流是一个重要的指标（奈夫将其定义为留存利润加上损益），因为它表明了公司可以补充营运资本和对资本项目投资的资金量。如果投资计划不能由内部产生的现金流提供资金，那么，公司需要通过借贷或要求股东增资的方式解决资金问题。定期将资金投入公司显然降低了股东的收益率。另一方面，如果一家公司拥有的现金流多于其赢利性实体投资项目所需资金，就有可能增加股息派送或回购公司股票。

按照奈夫的观点，股本收益率（ROE）被看作是评价管理层业绩最好的单一性指标，它体现了在支付债务人收益以后，委托给他们管理的股东资源所能产生的利润水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

寻找有价值的低市盈率股票

那么，约翰·奈夫给出的第一个暗示是股票值得调查吗？他审视的一个重要领域是市盈率创新低的股票名单。它们大部分前景不佳，投资者不应触及，但少数一两个可能值得做进一步的调查。另一份值得考虑的名单是先前表现最差的 20 只股票。

艰难时期

利空消息可以结束股票价格的良好表现，投资者要致力于寻找整个行业处于艰难时期中的那些优质公司。市场对于利空消息具有过度反应的倾向，并推动股票价格低于其合理水平。例如，在 20 世纪 80 年代末期，当个人负债水平提升并对保险业产生损害的时候，温莎基金则收购被阴霾拖累的财产和人身意外伤害保险。

> 寻找整个行业处于艰难时期中的好公司

世界末日并没有发生，保险公司的资金储备足够有余。当 1985 年家得宝公司(Home Depot)利润下滑的时候，由于经营成本的增加，预期市盈率下降到仅仅 10 倍(温莎基金 9 个月的投资回报高达 63%)。在 20 世纪 80 年代初，壹号码头(Pier One)公司被看作是一个具有很强竞争能力的零售商，并成为市场共识，导致该股票以很高市盈率进行交易——对温莎基金而言太高了。然而，1987 年 10 月，投资者却不分青红皂白地抛售，到 1988 年，壹号码头公司股票价格下跌至 1989 年盈利预期 8 倍市盈率的水平，尽管公司利润增长迅速，但下跌还是发生了(在 6 个月内温莎基金的盈利翻了一番)。

戏剧性变化

经历戏剧性变化的公司往往面临非理性的抛盘压力，这些重大变化可能涉及它们的产品、市场或管理工作。处于重组中的公司前景的不确定性使大多数投资者感到沮丧，但这对于分析能力和耐心更强的投资者来说确实是一个极好的机会。必须有一个明确的理由相信该公司将摆脱其困境并变得强大。如果该股处于低市盈率，同时你有合适的理由预期将有合理增长，且符合奈夫给出的其他标准，那么，你应该鼓起勇气，独树一帜。

小缝隙公司(crack companies)

一家公司之所以被忽视，是因为它们缺乏吸引主流分析师注意力所需的规模和知名度。它们可能是"缝隙"公司。也就是说，那些从事综合工业和商

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业经营活动的公司很难被归类，它们处于标准分类体系之间的缝隙。汽车行业分析师可能会忽略一家只有30%的收入来自于汽车行业的公司，而化工行业分析师更不会感兴趣，因为该公司的主业是工程技术领域等等。市场对这些缝隙公司的估值通常是非常低效的。

产业转移

当一家公司实施从一个不景气的行业逐步转移至一个更好行业的战略实施过程中，有时容易被市场所忽视。这不是一个像大规模收购和重组方案那样重大的结构调整，而是公司主业和利润由一个领域向另一个领域的逐步转变。市场可能仍然认为该公司处于低价值的老行业，这种认识的改变需要时间，市场分析人士的滞后为价值投资者提供了机会。

应用你的专业知识

奈夫提醒投资者要发挥其优势。投资者和普通人往往非常了解一家公司、一个行业或特定领域的产品。如果正是你从事的行业，那么，你对下列问题最有发言权：谁是市场领导者；谁的增长速度最快；为什么它最快；谁的管理团队、企业文化和战略最强。而获取知识的关键是你要有敏锐的眼睛和耳朵。哪些产品是零售商"必须经营的(must carry)"？所有青少年谈论是什么产品？哪家零售商最受客户欢迎？投资者还应该在其他消费领域积累自己的经验，也许你特别满意新的汽车修理连锁店提供的服务或一家餐厅提供的食品，或你遇到的一家办公用品公司除了有击败所有竞争对手的低价格以外，还有着高效友善的公司文化。从你了解和熟悉的东西开始，积累知识和经验，构建投资组合。

避免做什么

高昂的交易成本

可以说，很少有共同基金在成本方面可以与温莎基金相媲美——每年仅仅为0.35%，而且投资组合的交易量也保持在非常低的水平，辅之以较低的业务活动费用(如信息收集和分析)，这就节省了交易成本。奈夫的指导原则之一是使事情尽量简单。最重要的因素决定股票的价值，而不需要具体了解是昂贵的先进设备还是人，这一点是很好理解的。他通过中期持有，而不是短期炒作追求利润，这样就减少了交易费用和税金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过度多样化

虽然大家都赞同一定程度的多样化是必要的，但是，如果做过头了也是不利的。奈夫说："对于林业公司而言，如果市场已经接受它，卖出可以获得超额回报，为什么还要持有呢？"[22]他通常忽视均衡投资，只购买明显被市场低估价值板块的股票。在他的投资组合中，有些板块被忽视，而另一些板块则是"超限额"配置（按常规逻辑）。通常，不论何时，标准普尔 500 指数样本中的绝大多数股票均不在温莎基金的投资组合中，一般仅有其中 4～5 只最著名的股票被纳入温莎基金的投资组合。当该基金投资规模达到 110 亿美元时，仅仅持有 60 只股票，其中最大的 10 只股票占基金总投资近 40%。温莎基金往往持有公司总股份的 8%～9%。"通过发挥其稳定作用，可以使投资组合更安全，而不会使你焦躁不安，你应该使自己的多样化投资适度。"[23]

投资科技股

回避科技股的三点理由：

1）它们的风险太大；

2）它们达不到总收益/市盈率的标准；

3）奈夫认为相比其他投资者他不具备科技股的"分析优势"。

最重要的是要有信息获取和分析上的优势。

忘记过去的教训

市场参与者的记忆一直是个老大难问题。市场永远是愚蠢的，由于容易忘记过去的教训，灾难难免再度发生，历史知识对于未来的判断至关重要。1999 年，奈夫在他的著作中指出，在 1998 年和 1999 年，投机者仅仅是大量失忆者中最新的一群而已。在 20 世纪 90 年代后期，网络概念催生了许多股市神话。而在 1950 年代，与"电子"沾边的公司股票曾经吸引了大量投资者的注意力，并推动其股价上涨，而到 1960 年代，它们变成了投机性股票。在 20 世纪 60 年代末和 70 年代初，如果是"漂亮五十"股票之一，那么，你将看到自己的股票价格暴涨。而在 1980 年代，石油公司股票得宠。在这些泡沫发生之前，你已经看到了 1920 年代的"新时代股票"（new era stocks，你有没有感到这句话很熟悉？）等等。

> **市场参与者的记忆一直是个老大难问题**

每一代人都相信，有一些神奇的公司有着几乎无限的增长能力，经济规则

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不断被改写，你必须搭上末班车，以免错过机会。1990 年代的投资热潮比以往任何一次更危险，因为诱惑热钱投机的许多公司并没有产生利润。从传统意义上讲，它们不是增长型股票。当投机者乐观地将竞争者进入的可能性、没有实质进展的技术革新前景、消费者的变革意愿等大量主观臆断过早地赋予这些公司以良好增长前景的时候，市场参与者往往忽视股价的基础分析，进而促使股价上涨。“至少，温莎基金并不神秘的部分竞争优势是它记住了过去的教训，知道如何重复它们自己。”[24]

他用一个关于两个驼鹿猎人雇用飞机将他们送往驼鹿所在国家加拿大的奇妙故事说明了这一点。飞行员同意两天后返回时接他们，但他说，为了飞行安全，猎人返回时每人只能带一只驼鹿。当飞行员得知每个猎人准备了两只驼鹿带回家时，飞行员说，“你们每个人只能带一只回家。”“但是，去年你说了，”其中一个猎人哀求道，“我们另外付 1 000 美元，你设法把四只驼鹿带回家。”飞行员同意了。一个小时的飞行后，燃油耗尽，发动机停机，飞行员被迫强行着陆，他们三个设法使飞机安然无恙。“你知道这是哪儿吗?”其中一个猎人问道。“不知道，”另一个说，“但看起来像是我们去年坠机的地方。”

迷恋牛市中的炒作

市场运行具有周期性循环的特征。原因是：当投资者非常厌恶风险时，这一阶段人们关注的重点是质量。但后来，随着自信心的增加，投资者期待更具投机性的股票。一段时间的增长以后，随着市场在其基础价值依据之内运行良好，投机者陷入恐慌性抢购。“认为市场无所不能的极度乐观投资者占主导地位”[25]。随着狂热情绪的加强，不熟悉股市的人也被感染，并纷纷加入其中，当他们试图走致富捷径的时候，人们发现市场存在“快速上下蹦跳(hop on the line that moves fastest)”[26]的冲动，但关于未来美好前景的信念淹没了基于内在基础价值的理性投资策略的论点。投资者基于技术指标和肤浅的投资知识进行买卖，一夜暴富的想法使他们丧失了对不经分析思考盲目投资的非理性行为的警觉。人们普遍认为对于早来的每一位淘金者而言，在同一条河流里有着足够的黄金，但他们的追随者则只能两手空空地失望而归。最后，当一些投资者终于明白道理并开始考虑他们资金的时候，他们曾经设想的东西一去不复返了。当每个人都试图立即退出的时候，群体性的恐慌开始了。预言何时出现拐点几乎是不可能的，因此，最好的建议是对偏离内在基础价值的股票和市场保持清醒的认识。不要尝试傻瓜游戏——否则你最后只能成为最大的傻瓜。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

技术或动量游戏

奈夫认为预测市场走势是不明智的行为。他的做法是：

> 在市场高潮到来之前的 6 至 18 个月，先于其他投资者行动。投资业绩不佳的情况经常发生，这是技术取向的结果——总是试图通过股票图表来预测波峰和波谷，即假设一只股票已经暗示了它将驶向何方。[27]

高市盈率增长型股票

盈利迅速增长股票的问题是它们的潜力已经是公认的。事实上，很多情况下，已经引起市场关注的股票常常因为投资者着迷而驱使其价格过分抬高。一个很明显的例子是 1990 年代末期，投资者对互联网股票表现出的狂热。在过度兴奋的同时，个人投资者持股和指数基金(含私募指数基金)义务为购买高资本化股票提供资金，将股票价格抬高到荒谬的水平，特别是那些没有经过商业模式检验、没有利润、没有通过足够时间的市场准入与竞争、替代品引入可能性分析的公司股票。

即使是公认的成长型公司也可能成为不好的投资对象，如通用电气公司、吉列公司、可口可乐公司(Coca-Cola)和宝洁公司。是的，它们确实是有着强大竞争能力和有效管理、财务表现优异的优质公司；是的，它们的业务基础稳固，而且是全球性的；是的，它们是安全的，并有望引领本行业 20 年左右的时间。但是，不，如果你在大家都知道这些伟大的公司，而且价格已经反映这些共同信念而被抬高的时候购买了它们，那也不会给股东以良好的回报。这些企业在增长或预期增长方面一有风吹草动，你就将看到人们的失望和股价下跌。我们的教训是即使是伟大的公司也有价格上限，"你不能永远提高赌注，最终，即使最好的股票也有气力用尽的时候。"[28] 坚信可以在 55 倍市盈率时买进可口可乐股票的投资者，是因为他赌博性地认为它可能会到 70 倍市盈率的水平。但价值投资者始终保持有利于他们的赔率。

> **价值投资者始终保持有利于他们的赔率**

简单逆市交易

奈夫是一个固守自己对局势或股票看法的人，对于那些与股票市场背道而驰的冲动和幻想，他总是乐于与权威的观点进行辩论。然而，在对手看来，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他从不顽固、自利驱动或简单思维，他并不认为市场总是错的，他随时准备听取其他人的意见。最重要的是，他不会不假思索地机械采取逆市交易策略。

> 不要总是乐于采取与众不同的投资策略，逆市交易和顺市交易之间的区别并不大。我对寻找购买股票的机会感到陶醉，但我也承认，有时多数人是正确的，最终，正确的基本面使你得到报偿……伴随固执、下意识的逆市交易而来的是灾难，精明的逆市交易者保持自己的开放意识，使历史感悟和理性心境发挥潜移默化的作用。在投资领域，几乎所有事情都可能做过头，当然也包括逆市交易这个主题。[29]

卖出策略

温莎基金的成功在于它对卖出策略与它执行的买入标准同样重视。奈夫把卖出决策视为最艰难的投资决策。卖出的理由有两个：第一是基本面已经恶化了，也许一开始就在公司分析方面搞错了，在半年或一年后的盈利或预期盈利增长可能被证明是远远低于购买决策时的估计数字。投资组合中的每只股票都必须具有“清楚直观的增长潜力”[30]。如果数据已经恶化，那么最好是打消你的自豪感，尽快退出。“如果我们对一只股票的最好评价是‘它可能不会下跌’，那么，你应该考虑卖出。”[31]

显然，对奈夫和他的团队以及任何投资者来说，每天询问自己是否因为过去的热情或留恋感情，而不是因为基于盈利增长的升值潜力而坚持持有一只股票，这样的自我批评是非常困难的。

由于自身决策错误，并受到外部因素严重影响造成基本面恶化而决定股票的卖出时机已经够难的了，更何况要决定成功选择股票的卖出时机。奈夫说，当价格接近于期望值——股价从被低估到合理定价时，这样的股票应该卖出。但要说出股票的合理价格同样很难：“成功的股票不可能告诉你卖出的时机”[32]。

如果投资的基本标准保持持续有效的话，他乐意持有 3 年、4 年甚至 5 年（他的平均持有期是 3 年）。然而，他清楚地知道持有的时间可能太长。“很多投资者持股时间太长是因为它给他们带来热切的希望——尤其是当逆市交易观点被证明是正确的时候。因为如果他们提前卖出，他们就失去了吹牛的资本。”[33]

此外，投资者都不愿意失去他们认为将是最好的收益部分，他们会因为看

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到自己已经卖出的股票第二天继续上涨而懊恼。因此，他们坚持持有，以避免可能面临的遗憾，他们决意获得最大程度的回报。奈夫说，他没有聪明到能够每次在价格高峰时抛出并捕获所有收益机会的程度，他逢高卖出，乐意留一部分上升空间给后来的买方。市场或特定股票发生恐慌性抛售的风险太大，能以内在基础价值卖出就足够了，特别是当卖出股票后的资金可以用于购买其他价值低估股票的时候。

方法的难点和不足

奈夫投资方法对分析师有很高的要求，会计、财务、战略和经济知识是必不可少的。必须对公司进行详细调查，以确定可靠的盈利增长预测。你可以这样做或不做，半信半疑对待奈夫投资方法是没有用的——那将是完全失效。如果你不能投入必要的时间和心智，最好把你的钱交给共同投资工具（如共同基金），而不是仅仅假装采取精明的低市盈率投资。

除了费时费力和技术分析技巧以外，奈夫投资方法也对投资者心理提出了要求。所需要的勇气、毅力、坚韧和耐心需要经历多年的磨练，这些美德是可以有意识地开发出来的，但头脑清醒、历史领悟、一致性和判断力的品质不是通过努力就可获得的。运用奈夫投资方法过程中，还需要不断进行批评性的反省。

另一个问题是，按照低于平均市盈率水平 40%～60%，结合高收益和良好的总收益/市盈率的简单标准，许多上市公司将很快被排斥在外，尤其是大量高增长型股票被排除。奈夫认为，这类公司风险太大，他无法分辨真正有价值的（或价值被低估的）增长型股票和那些被市场暂时的热情捧高了的股票。还有许多在危险水域垂钓的其他投资者，他们通过一些优秀的案例来说明投资技巧，菲利普·费雪就是其中之一，这正是本书第 5 章的主题。

奈夫投资方法还可能导致长时间的业绩不佳。举例来说，在 1970 年代早期，当多数投资者放弃价值型股票而急于将资金投入“漂亮五十”股票的时候，温莎基金就遇到了这种可怕的情况。这种投资风格只适合于那些至少具有 5 年投资视野的投资者。如果你准备努力开发并拥有运用奈夫投资理念所需的性格特征，这一方法无疑会给予回报。奈夫坚持认为，他的方法并不需要天才或华丽的洞察力，但它确实需要想像力，以及从自身或他人错误中吸取教训的天赋和学习能力。奈夫赞赏本杰明·富兰克林的观点：“保持坦诚、埋头苦干、保持耐心；鼓足勇气和自力更生；要有雄心壮志和勤劳品质；要有毅力、能力和判断力；培养自己的预见力和想像力”。各行各业优秀男女所需要的美德

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同样也是投资领域的利器。

奈夫投资方法要点

- 寻找失宠、被忽视或误解的股票。
- 精明的低市盈率投资者的性格特征：
  - —勇气可嘉；
  - —不屈不挠；
  - —坚韧刚毅；
  - —忍耐力强；
  - —头脑清醒；
  - —领悟历史；
  - —坚定不移；
  - —果敢决策。
- 市盈率低于市场平均水平 40%～60%。
- 适度的盈利增长(7%～20%)。
- 高股息率。
- 总收益与市盈率比值(大于目前平均值的两倍)。
- 良好的经营前景(健全的战略地位)。
- 强有力的财务基础(销售、盈利、保证金、交付、现金流、股本收益率)。
- 寻找有价值的低市盈率股票：
  - —价格创新低的股票；
  - —市场表现最差的 20 只股票；
  - —利空消息冲击的板块/类别；
  - —正在经历剧变的公司；
  - —规模不大和知名度不高的公司(如"缝隙"公司)；
  - —处于重组中的公司；
  - —你所服务的行业；
  - —你购物、饮食的地方等等。
- 避免做什么：
  - —高交易成本(要保持低换手率，简单持有)；
  - —过度多样化；
  - —投资科技股；
  - —忘记历史教训；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

— 迷恋牛市中的宣传炒作；
— 迷恋技术或动量游戏；
— 投资高市盈率增长型股票；
— 简单的逆市交易。

■ 卖出策略：

— 基本面已经恶化；
— 股票被合理估值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3 本杰明·格雷厄姆——现代证券分析之父

本杰明·格雷厄姆是一位最具影响力的投资哲学家。沃伦·巴菲特说，他是"我所知晓的最明智的人"[1]。巴菲特在很大程度上要感谢格雷厄姆。当他19岁就读于内布拉斯加大学的时候，他阅读了格雷厄姆第二本伟大的著作《精明的投资者》，他还表示，这与保罗在通往大马士革的道路上看到了光的体验类似。巴菲特是如此迷恋格雷厄姆的思想，以至于他在1950年表示愿意无偿为格雷厄姆-纽曼公司(Graham-Newman)工作！格雷厄姆拒绝了他的要求。巴菲特后来说："他以高估的方式拒绝了我，他非常认真地对待有价值的东西！"[2]

最后("经过一番纠缠以后"[3])，巴菲特终于在1954年被雇用了，并愉快地与他的导师和谐共事多年。在1950年代，只有4个"土包子(peasants)"为弱小的格雷厄姆-纽曼公司工作：沃尔特·J·施罗斯(Walter J. Schloss, WJS有限公司的合作人)、特威迪的汤姆·纳普(Tom Knapp)、布朗·帕特纳(Browne Partners)和沃伦·巴菲特。当其中的三个人离开以后，才有可能追溯他们三个人令人印象深刻的表现。* 格雷厄姆并没有为自己积累巨大的财富(他1976年去世时的遗产价值300万美元)，但他的思想影响到几十亿美元财富的创造。他有伟大而智慧的好奇心，他并不太关心钱，而是致力于选股的智力挑战。

格雷厄姆是价值投资学派的主要倡导者，我这样说并不意味着今天在很大程度上被误认为是价值投资的"分析"被过分单纯化、被歪曲的或是粗俗的。在金融出版物中广泛宣传的现行不成型的和天真的方法并不比简单购买高分红股票、购买低市盈率或低账面权益比率股票具有更多的理性知识基础。不，格雷厄姆的价值投资方法远比它们明智。他寻找对买方有利的价格，但也意识到

* 比尔·瑞恩(红杉基金，Sequoia fund)也是格雷厄姆1951年在哥伦比亚开设课程时的弟子之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

仅仅按一个标准选股的理念将是非常有害的。如果仅仅像应用一个单一数学指标一样容易，那么，每个人都将可以这样做，异常表现将很快得到纠正。

在 20 多年的时间内(从 1936 年开始)，格雷厄姆-纽曼公司为客户取得了很好的投资业绩："格雷厄姆-纽曼公司的成功可以从平均每年的分配中看出。大致地讲，如果一个人在 1936 年投资 10 000 美元，那么，在其后 20 年里每年可以得到2 100美元的回报，并在期满时收回原来的 10 000 美元本金。"[4] 格雷厄姆 1955 年在参议院[5] 作证时提供的数字略有不同："多年来，我们每年赚取的金额约为资本的 20%。"这是明显优于市场整体回报的业绩水平。例如，巴克莱银行[6] 数据显示，同期美国股市总收益再投资的年均实际(不包括通货膨胀率)的收益率为 7.4%，即使把 3.8%的年均通货膨胀率* 加到巴克莱银行的数据上而使它们之间可比，格雷厄姆-纽曼的结果也要明显优于平均投资者获得的回报水平。

早期影响

本杰明·格雷厄姆于 1894 年出生在英国伦敦的 Benjamin Grossbaum 家族，年轻时，他们全家移居到美国，此后不久他父亲去世，当时格雷厄姆仅仅 8 岁半。作为一个为生存而挣扎的家庭成员，也许格雷厄姆的早期经历使他铭记需要有一个安全第一的办法进行投资(在 1920 年代飘飘然的日子里他暂时被压抑的东西)。他的母亲试图通过风险投资增加家庭收入，但结果却是令人失望和痛心。

聪明而不自傲

虽然家境贫穷，但特别聪明的格雷厄姆受到了良好的教育。当他 1914 年从哥伦比亚大学毕业时，他收到了不少于三个系：英语、哲学和数学的任教邀请，但他拒绝了，而是选择成为华尔街的金融分析师。他的才华很快显现，并且进步很快，"我的生活水准得到了持续提升"[7]。到 1925 年，他摆脱了年轻时的贫穷和胆小慎微的风格："在 31 岁的时候，我相信我知道这一切——或者至少我清楚需要我知道的在股票和债券上赚钱的技巧——我掌握华尔街的秘密，我的未来与我的抱负一样无限……当然，我也认识到自己太年轻，还需要克服傲慢的毛病。"[8]

---

* 国民生产总值的隐含价格通货紧缩，美国商业经济办公室，《1929 年至 1965 年美国国民收入和生产核算》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

创立投资基金

1926 年 1 月 1 日，作为一家私人投资机构，本杰明・格雷厄姆联合账户得以设立，一开始投资者投入的资金仅为 40 万美元。在 1926 年年底，杰里・纽曼(Jerry Newman)加入了格雷厄姆联合账户。每年都有新朋友踊跃把资金投入到账户中，到 1929 年，格雷厄姆和纽曼管理的基金大约为 250 万美元。

格雷厄姆善于表达，有人格魅力，做事机智、逻辑性强。他具备作为教师的所有优良素质，1927 年秋季，作为哥伦比亚大学商学院兼职助教，他第一次开设《证券分析》课程，慷慨地将知识传授给优秀人才。他的学术生涯长达 40 年，包括在哥伦比亚大学、纽约金融学院和加州大学洛杉矶分校的各种教授头衔。

狂热的 1920 年代

到 1920 年代后期，他赢得了特别善于发现低价筹码的声誉。尽管他不断地自我训诫，但到 1920 年代后期，他被广泛认为有着过度自负的自信，他是一个*相对*有安全意识的投资者。他最大的优势是独立思考和最珍贵的正直品格。

正如下面的引证所描述，在牛市高峰时期，人们似乎在与情绪和理智作战：

> 我回忆起 1929 年巴鲁克(Baruch)关于 8%的定期贷款利率加上 2%的股息率这种荒谬现象的批评。我对此回答说，“这是真的，根据赔偿法律，我们应该期望有朝一日看到相反的情形——2%的定期贷款利率加上 8%的股息率(对于好的股票)。”很快，1932 年的数字说明我的预言是错误的……现在似乎真的很奇怪的是，虽然当时我很认真地作出了那种预测，但并没有去实施那种可能危害到我掌管的账户资金的想法。[9]

格雷厄姆后来把这总结为在疯狂的 1928 年和 1929 年期间，投资者将自己转变为投机者，他们扭曲了投资价值观念，抛弃了相关的主要原则。例如，他们忘记了并非所有好企业都具有好的股票价值，因为相对其良好的前景，它们可能会估值过高。此外，在评估股票时，必须持有怀疑的态度。基于盈利预测的估值可能很不可靠，应更多地关注有形资产状况。在疯狂的投机热潮环

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

境中，投资者将资金投入公司而使公司富有，但它们的股东却越来越穷。牛市助长了"虚假会计报表和非理性的价值标准"[10]。

大萧条时期

1929 年中期，用于多头(承诺买入和实际购买的证券)的 250 万美元基金资金被等量的卖空资产(承诺卖出目前并不拥有的证券)抵消了。尽管有 450 万美元的多头资产，但还欠 200 万美元债务。到 1929 年底时损失了 20%，更糟的是：接下来的 1930 年损失了 50.5%，1931 年损失了 16%和 1932 年损失了 3%。1929 年至 1932 年期间，累计损失了 250 万美元的 70%。尽管损失严重，且有部分投资者退出基金，但本杰明·格雷厄姆联合账户得以幸存。从 1933 年的 375 000 美元开始，格雷厄姆提议在大萧条期间不拿薪金而为挽回投资者损失努力工作。经过努力，1933 年实现利润超过 50%，到 1935 年，过去所有的损失均得到了补偿。

投资理念要点

经过狂热气氛的 1920 年代和随之而来股市崩盘与经济大萧条时期的洗礼，需要谨慎从事的观念在他心里打下了深深的烙印。从此以后，他坚持安全第一，强烈反对投机。在很长的时期内，他坚持寻找那些价值被低估的证券，认为投资这些证券遭受损失的几率很小。

这就是格雷厄姆强调的也是巴菲特认为最具价值的安全投资："(格雷厄姆)并不从事那些所谓辉煌的投资，也不从事所谓的时尚热点投资，他从事的是安全合理的投资(sound investing)。我认为如果你不是太急切的话，安全合理的投资可以使你非常富有，更重要的是，它从来不会使你贫穷"[11]。

在大萧条时期，格雷厄姆提出了一套独特的投资方法。他试图按照自己思想找出投资与单纯投机的区别，研究的结果使他拒绝了一般的做法，不同之处在于所购买的金融工具的差异，持有证券的时间长短也不是关键因素。他认为区别在于作出购买和卖出决定的人的心态，态度是最关键的。投机者主要关注的是预期和从市场波动中牟利。相反，"一项投资活动需要进行全面深入分析以及本金安全和满意收益的保障，不满足这些要求的活动就是投机"[12]。投资活动的主要特征如图 3.1 所示。

值得注意的是，格雷厄姆并不是针对单一的股票发行或单一的购买而言的，而是指投资活动，原因是：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

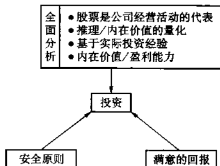


图 3.1 格雷厄姆投资的三个要素

> 将投资特征视为证券本身的特征是不妥当的。价格常常是股票的一个重要因素……只是说明股票以某个价格水平而不是投资价值的表现。此外，投资一组证券一般被认为是合理的，但如果只是对其中任何一个单独投资，将不能确保投资安全，换言之，为了符合投资安全的最低要求，必须通过多样化来减少单个证券的风险。[13]

务实投资与推理

在格雷厄姆看来，首要条件是全面深入分析，或者说要对事实进行研究。他建议有抱负的投资分析师要善于观察股票背后的公司基本业务。试想，如果你对投资私营企业感兴趣，那么，最好是把它们看成是你自己的企业，并进行价值评估。他指出，华尔街分析师很少考虑的重要问题是"企业可以卖多少钱?"。然而，如果有意购买的人为获得一家私人公司 10%的股份愿意支付 10 万美元，那么，最先的心理过程将是获得整个企业股份的合理价格是现有价格乘以 10——但 100 万美元是一个合算的买卖吗？务实的方法应该考虑企业资产价值、财务状况以及盈利前景，着眼于基本业务可以使你避免犯只考虑华尔街股市上这只股票的短期价格表现的错误，短期不利因素通常会严重影响市场股票的价格，这些暂时的事件对基本业务的价值并无太大影响，但严重冲击华尔街股市上该股票的股价。

> **首要条件是全面深入分析**

这就像是一个在住宅区拥有极佳地理位置的商店，它被预期将继续有一个强有力的竞争优势和超出合理的预期高利润。然而，由于道路以外的商店将重新布置，在后来的 3 个月内，商店的买卖越来越糟糕，但是，降低这家商店的估价是没有道理的，因为 3 个月前的盈利情况决定了它的估值。然而，华尔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

街似乎对暂时的负面消息和不合理股价下跌心神不宁。显然，市场价格并不取决于关于基本因素的任何必定合理的或数学的关系（至少短期内不会如此），“而是通过买方和卖方的思想和决策”[14]……“普通股的价格并没有经过深思熟虑的计算，而是人们综合反应的结果。股票市场是一个投票机而不是一个衡器，它并不直接对事实数据作出响应，因为它们只影响到买方和卖方的决策。”[15]因此，如果你能够独立自主地分析股票，不把它看成是一个短期的赌博游戏交易柜台，而是作为一个真正企业的所有权份额，那么，你必定具有竞争优势。

按照独立分析的要求，你的分析必须基于可靠的推理，并使你感觉很舒服。这需要对公司的业务数据进行严格审查，需要你有勇气、知识和经验。如果其他人，即使是大多数人不同意你的结论，你也应毫不犹豫地反驳流行观点和行为。如果你觉得你的判断是对的，而且数据和推理也是正确的，那你必须这样做。格雷厄姆将勇气表述为除“专业知识和检验判断”[16]以外，证券投资领域的最重要的美德。

然而，他非常小心，并不过分强调市场一定会犯错误，具有独立意识和批判性观点的分析师必须对市场的判断给予充分的注意，但在必要时仍然能够区分他/她自己的看法。

内在价值

格雷厄姆认为内在价值是一个很重要的概念。* 他认为内在价值也是一个难以捉摸的概念，最新定义是“对于一个私人老板而言，公司的价值”[17]。它是指在正常的市场交易中，能够公平地定价，股票应该具有的卖出价格。也就是说，价格合理的事实背景，这些事实包括资产、收益、股息和明确的增长前景。

分析师尝试过了，这个概念难以以单一数字的方式去运用。一开始，人们认为当资产调整到反映合理价格时，它与资产负债表中的账面价值——资产净值相同。但这里存在严重的缺陷，企业的账面价值与收益（今后的价值）一般都没有系统的联系。有些企业的账面价值为负数，但产生很大的利润和股票价格也很高，而其他有着大量机器设备、厂房、存货等等且没有债务的企业，盈利能力却很差。

格雷厄姆支持的另一种观点是内在价值取决于其“盈利能力”[18]。但要

---

* 内在价值的概念并不是由格雷厄姆第一次提出，威廉·阿姆斯特朗在其 1848 年出版的小册子《华尔街的股票以及股票证券经销》中就已经运用这一概念。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

找出它们之间精确的定量关系非常困难。考察过去盈利(平均值、趋势增长或下降)状况是有帮助的,但如果要进行简单的外推估值,必须有充分理由相信这一趋势将会延续。在许多情况下,似乎合理的这种假设其实是没有说服力的。

尽管存在困难,但必须以某种方式设法获得让分析师信任的预期未来收益。格雷厄姆指出,没有必要要求精确的数据,我们只需要了解其价值是不适当的或者是大大高于市场价格即可。"基于这样的目的,一个不明确的和近似的内在价值测度就足够了。"[19]随着特定股票的不确定性增加,内在价值的变化范围越来越大。格雷厄姆提供了 1922 年莱特航空(Wright Aeronautical)从 20 美元到 40 美元相对 1933 年克斯(Case)从 30 美元至 130 美元的案例。[20]这种想法使投资者可以灵活运用内在价值的概念。如果市场价格远远低于最低估计值,则是一个"买入"信号。

安全边际

这使我们想起格雷厄姆最具影响力的格言——安全边际。他说,如果要他把合理投资的秘诀凝练成三个词的格言的话,那就是"安全边际(margin of safety)"[21]。1920 年代繁荣和 1930 年代萧条的痛苦经历促使格雷厄姆特别强调资金安全,防止不利的事态发展。价值必须远远超过支付的价格,因此,即使所持有的股票没有表现出分析时所显示出的吸引力,仍然有可能取得满意的回报。股票投资的安全边际与给高层写字楼、桥梁和船只增加额外防护类似,它远远超过应付一切正常情况以及可以想像的异常事件的需要,这是对不幸意外事件的一种保险:"基于分析购买证券,*不应在价格不太高的时候购买*,而应该在价格*非常低*的时候购买"[22]。

安全边际概念是一个区分投资和单纯投机活动的试金石。毋庸置疑,投机者努力说服自己冒险的概率对他们有利,声称他们在安全边际内交易。他们对选股技巧和系统的优点可能会有一种优越感。但这些说法不可信,因为他们既没有找到有关的事实,也没有使用令人信服的推理方法。相反,他们基于对未来价格走势的主观判断——对市场或者股票走势的一种主观感觉,即是向上或向下的判断。不管是多么有意义的词组,安全边际对于赌博者没有任何意义。

相反,投资者利用统计数据根据经验推理进行判断,用数字来说明安全边际,而不是根据印象。例如,在 1930 年代,格雷厄姆发现许多公司的股票总价值"少于其债券的数量而可以不顾其财产和盈利能力顺利地发行股票"[23]。换言之,如果你买了该公司的普通股,那么,你承担的风险程度类似于你买了公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司发行的高度安全、违约支付低的债券，但它提供的回报却远远高于债券。

格雷厄姆也承认，既有良好获利机会又安全的情形在金融市场并不多见。然而，在通常情况下，寻找一个适当的安全边际的秘密在于预期盈利能力，而不是在于高资产的支持。在第四版《精明的投资者》(1973)中，格雷厄姆将1972年的股票看成一个整体，因而无法提供这样一个边际的事实来说明安全边际的概念，投资者将市盈率抬高到超过12倍、盈利收益率(盈利/价格)8.33%的水平："相比10年期债券利息，股票盈利能力仍然太小，不足以构成足够的安全边际。出于这一原因，我们认为，多样化的普通股投资组合存在真正的风险，这种风险可能会抵消盈利的潜力……(但)从前那种*具有良好盈利潜力、风险小*的投资组合很难找到"[24]。安全边际已经萎缩了。如何证实格雷厄姆在1973年至1974年期间预言的问题被提出来了，1972年的投资者就像1928年至1929年期间一样，他们普遍忽视投资常识的作用，不接受股票有一个安全因素的已有标准。在牛市阶段，随着市场的发展，市场倾向于构建新的安全边际标准——即基于目前的价格。不管价格有多高，对于轻率的投机者而言，他们心目中起支配作用的价格就是股票的价值测度。对于这些投机者而言，任何安全的概念既是虚幻的也是危险的。

很遗憾，精确确定安全边际是不可能的，因为不可能有绝对的价值测度和全面的分析。就规避可能的损失而言，我们所能做的是尽可能考虑所有正常或合理的条件及其可能的变化，我们也无法为极端意外事件提供安全边际。因此，格雷厄姆再次提醒我们要善于利用自己的判断，但这种判断是基于一个合理的思维框架和事实，它与投机者的主观判断有着明显差别。

满意的回报

图3.1中的最后一个要素是争取"满意的回报"，它是格雷厄姆著作中比较含糊的另一个关键因素。他提醒我们不要指望超额回报，除非你完全知道你所拥有的私营企业证券的具体价值是多少。[25]他警告那些企图"打败市场"或"挑选赢家(pick the winners)"[26]的投资者，并且说"无论是在华尔街或其他任何地方，都没有可靠的迅速发家的秘诀"[27]。与那些会在早饭前告诉你如何成为百万富翁的10种方法的作家不同，格雷厄姆似乎是令人惊讶的悲观。"'满意'是一种主观的术语，它涵盖宽泛的收益数字区间，不论多么低，只要他的行为是理性的，'满意'就是投资者愿意接受的收益水平。"[28]格雷厄姆试图警告投资者不要过度乐观和贪婪，因为它可以使人丧失理智、丧失良好的投资机会，并让投机者感到存在资本迅速升值的美好前景。追逐这些彩虹最终将以失败告终。伊索寓言讲述了一个故事：一只狗发现了一块肉，它准备叼起

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回家，心里想"等到我的朋友看到今晚我有一顿多么丰盛的晚餐后再吃"。但在回家的路上，它必须通过一座桥梁过河。当走到中途时，它朝下看到了河水中另一只狗正盯着它，且这只狗叼有一块更大的肉！于是它停了下来！心里想"我要那块肉"，接着它放弃了嘴里的那块肉，迅速跳入水中，试图抢夺另一只狗嘴里的肉，但另一只狗和肉都不见了，它怒吼道："它哪儿去了？"它能够看到的只是溅起的涟漪和漂流而去的原来那一块肉，于是它一直在寻找自己的回忆，且只得挨饿回家。

具有讽刺意味的是，持悲观态度和安全第一方法的格雷厄姆却战胜了市场。他的目标并非不合理的高收益，而是集中于在守纪律的框架下坚持合理的投资原则。事实上，他取得了非常好的业绩，而与他同时代的许多持高收益目标的人却失败了。

三种类型的股票购买者

在后来的工作中，他改变了对股票购买者只有投机者和投资者两大阵营的观点。他提出可能存在目的在于争取出色业绩的一种新的第三方分类——但只有在严格的限制条件下才有可能。格雷厄姆后来认为投机因素几乎存在于证券分析师涉及的所有情况。[29,30]在某些情况下，投机因素是相当重要的，分析师的任务只是使这些投机因素处于较小的范围内，但购买者面临着大量盈利和潜在严重损失两种可能性——这些风险必须有人承担。格雷厄姆将投机分为两类，每一类有完全不同的含义。不明智的投机交易与原有定义一致：缺乏适当的知识和技能的购买；承担比所能亏损的钱更多的风险；忽视定量分析；重视投机回报；忽视个人成功投机的能力。

另一方面，精明的投机交易需要重点关注可以量化的信息。它基于估算事件发生的概率，通过借鉴分析师的经验和仔细权衡各种因素的影响来估算成功的可能性。如果投资行为的成功概率很高，那么，精明的投机交易可能继续是明智的，应该在价值的范围之内购买这只通过评估发现的、而且被证明是一只真正明智的投机交易的股票。例如，假如某只股票适合在 20 至 30 美元的范围内投资，如果你能以不到 20 美元的价格购买，这将是一笔最好的格雷厄姆投资。但是，如果你在 20 至 30 美元之间才着手投资交易，那么，如果你以高于 30 美元的价格购买，那将是不明智的投机交易。股票选择的三种方法如图 3.2 所示。

> 精明的投机交易需要重点关注可以量化的信息

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

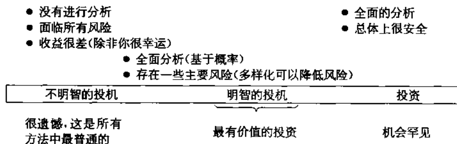


图 3.2 投机与投资

通过简单的多样化手段,明智的投机交易有可能降低风险并转变成投资。格雷厄姆倡导娴熟的处理过程和经验丰富的预测,但也承认,一味追求精确的数字是没有必要的。在一个投资组合中,“平均法则会抵消一些小错误以及投机所固有的单一股票的缺陷”[31]。

购买者为了了解他或她自己属于哪一类,需要进行严格的自我检查——但这很容易落入说服自己是投资者的陷阱。事实上,当你很少利用专业知识或证券分析购买股票时,你是一个不明智的投机者。如果你正在进行明智的投机交易,那么,即使某项投资失败,你也没有任何理由责备自己。只要你真正进行了充分研究和正确运用自己的判断,失败也不能证明你就是真正的不明智投机者。

与市场共舞(使市场波动成为你的朋友)

1994 年,沃伦·巴菲特在一次对纽约证券分析师协会成员的讲话中指出,如果格雷厄姆的三个基本理念确实纳入到你的分析思维框架之中,虽然他无法理解是如何帮助你的,但肯定会适当地改进你的股票投资。我们已经利用了其中的两个:

1) 关注小盘股公司;

2) 关注安全边际。

第三个想法是将市场波动视作你的朋友而不是你的敌人——“100 年后仍然会被视为合理投资的基石”[32]——得益于市场的愚蠢而不是加入愚蠢者行列。个别股票的投机价格变动与市场波动的背离越来越普遍。“在一个股票交易量巨大的市场中,参与其中的那些人似乎不知道——用文雅的话来说——对一只股票的剖析是相对于另一只股票而言的”[33]。经常有一些股票被没有道理的流行偏见或过分悲观的情绪所忽略或拒绝,好的分析师坚持他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

或她自己对盈利预期的判断，而不管短期市场情绪是乐观或悲观。只有当基本因素发生变化时，这一判断才发生改变。然而，从实用意义上讲，市场波动对投资者是非常有用的。市场波动有时为股票价格低于价值的发生创造了条件，这正是应该买进的机会。

在其他情况下，当价格高得离谱时，应该停止购买甚至尽快卖出。格雷厄姆藐视市场投机者以及他们引起的机会以及躁狂抑郁症的行为，认为那只是关于"市场先生(Mr Market)"的美丽寓言而已。[34]试想，如果你拥有价值 1 000 美元的私营企业的小部分股份，你的合作伙伴之一——市场先生确实是非常乐于助人，它每天都告诉你它认为对你有利的事情，此外，它主动出价购买你手上的全部股份或在此基础上加价卖给你。有时候，它对价值的想法似乎是真的，而且用你已经了解的企业业务发展和前景来证明。另一方面，"市场先生"常常让它的热情或担心与它一同消失，它建议的价值对你似乎是可笑的。

如果你是一个谨慎的投资者或一个精明的商人，你会让"市场先生"的日常交流支配你感兴趣的企业价值 1 000 美元的观点吗？当它出价很高时，你可能会很乐意卖给它，同样，当它出价低时，你会很高兴地从它那里买入。在任何时候，你都应该根据公司业务和财务状况的全面报告对你持有的股票有自己的价值评估判断。

避免做什么

本书基于运用这种方法的要求给出了投资者不应做什么的建议，除了不要对一般的市场悲观或乐观情绪不假思索的接受外，格雷厄姆给出了一长串的"注意事项"。成功投资有 6 块重要的绊脚石：

预测市场、时机和图表

如果不是以 10 亿计，那也有以百万计的美元用于每年的宏观经济活动或股票市场指数预测上。格雷厄姆并不关心这些所谓的预测，他希望他的判断能在很大程度上独立于仅仅依赖于一个单一标准——价格吸引力作出的任何关于市场前景的判断。依据市场预测进行投资决策和确定购买时机的问题是你根本不可能了解如何在底部买入和在顶部卖出，这种方法是笨拙的和愚蠢的。相反，市场预测者非常聪明和干练，这就是问题所在，众多专家在做这件事情，他们各自的努力被相互抵消了。最终结果是市场已经反映了所有这些专家对未来的看法。对任何特定投资者而言，没有任何理由相信他能比其他无数投机者得到更可靠的市场运行方向的指导，认为一般公众能够从市场预

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

测中赚钱的想法是荒唐的。如果你认为你可以，那你就有一个非常严格的隐含假设：你有特殊的才能，能够“感觉”市场，或比你的对手有更高的智商，这对于普通投资者而言要求太高——甚至就像格雷厄姆这样伟大的思想家也无法完成的任务（这一点得到了他的认同）。

因为付出的回报一贯是巨大的，所以，我们大家都被诱惑试图测定市场时机。但相信*任何人*都一贯正确的逻辑理由根本站不住脚，企图揣测最佳时机是浪费时间和脱离安全边际的举动：你要么正确或要么错误——如果你错误，必然损失财富。

> 越来越行之有效且始终需要坚持的确定普通股购买时机的唯一原则是通过分析认为它们估价过低的时候，而卖出它们的时机则是经过分析认为它们价格昂贵或至少不再便宜的时候。这听起来像是把握时机，但实际它不是真正的时间，而是买卖股票的估值方法。从本质上讲，它并不要求关于市场未来走势的判断，因为如果你买的股票不够廉价，说明你的立场是正确的，市场应该继续下跌。如果你在相当高的价格卖出了股票，即使市场继续上涨增加，你也做了明智的事。[35]

另一方面，投机者关注的是时间，因为他想尽快获利——这些人追逐的是最终迷惑人之物。

正如他同时代的许多人一样，格雷厄姆并不机械地排斥技术分析或图表，不把 akin 错误地看成是占星术或巫术。他觉得有责任反对它，经过全面调查，他提出了强有力的论点。针对人们对通过机械手段来确定买卖时机的怀疑，他给出了一些缜密的原因解释。他的第一个论点是读图不可能被视为一门科学，因为它的规则是不可靠的。如果它们很容易为每个人预测价格，每个人都将完美地按正确的时间买入和卖出。图表主义的漏洞在于随后的股票价格取决于人的行动——这不是以任何简单的方式可以实现的科学预测。有人认为，历史上以特定方式表现的股票价格行为表明存在科学规律的可能性，这种规律用于预测未来包含着失败的隐患。

数学公式可以获得更多的信徒，因为它们似乎是统计记录的合理运用模式。但是，随着公式变得更加广泛的运用，其可靠性往往在减弱。原因有二：第一，统计记录只适应于一段时间，新的条件下原有公式可能不再适用；第二，一旦成为众所周知的方法，必将被大量的投资者所采用，大量的使用者反而使方法本身的效用趋于终结——因为它太简单、太容易、太知名以至于难以延

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续。因此，当你觉得在人类控制下你能对经济活动作出科学预测的时候，不断变化的行为关系使事先的结论趋于无效。

读图并没有*可靠的*理论基础。通常所说的理论基础如下：市场买方和卖方的行为和态度反映在某一特定股票(或市场)的价格图表中。因此，我们可以得出结论，通过研究历史记录，我们可以预测下一步的行动或移动趋势。毋庸置疑，历史股价也反映了参加者的行为和态度，但这并不意味着由此可以预测未来。研究历史价格模式可以获得股票的大量技术信息，但这不足以保证交易有利可图。

图表主义者普遍遵循的准则是亏损可以突然停止，利润随之而来。这是一个非常合理的论点——它避免大的损失，同时却有大幅盈利的可能。然而，这里隐藏着两个错误的推论：

■ 轮盘赌博参与者遵循同样的规则，旨在限制任何一个单局的损失规模。然而，随着时间的推移，他们发现，许多小损失的累计亏损规模超过了几次大的利润，唯一可以预料的是数学上的赔率对他们不利。图表主义者也会发现交易成本加重了不利于他或她的赔率。

■ 作为一种特殊方法，引起更多追随者注意的是无利可图的交易所造成的损失在增加，而次数有限的几次盈利交易带来的回报却越来越小。越来越多的个人通过交易系统接收信号，然后在同一时间购买，而竞争性的购买推动了价格上升，从而压缩了利润空间。另一方面，当大量持有相同观点的投机者决定同时卖出股票时，导致了该股票更低价格的出现。

格雷厄姆对投机者往往在价格已经上升时购买和价格下跌时卖出这种违背常识的行为感到惊讶。“这是一种彻底违背一切领域理性常识的行为。”[36] 他在 1973 年指出，50 年的经验仍然让他不知道有谁可以通过采取始终如一的“跟随市场(following the market)”[37]策略赚到钱。

短期选择性

金融领域许多活动的重点是分析一家公司或一个行业的短期业务前景，并作出这样的推理：如果未来 12 个月的预期结果良好，那么，应该买入股票，因为公司预期实现的利润越多，以更高的价格卖出股票的可能性越大。这可以解释人们为什么如此高度关注季度盈利、分红潜力或其他一些短期有利的利好因素。

> 我十分怀疑华尔街的这种行为……我认为这是极端幼稚的。证券分析师通过断言某一企业明年会更好，从而找到真正有用的东西，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

> 通过任何严格的效用标准来判断，以至于他能够把他的发现转换成为一个无条件地购买股票的建议。这对我来说，似乎只是对真正证券分析的模仿而已。[38]

对这种做法，他有三个反对的理由：

■ 分析师是容易犯错误的。对下一年度的预测很可能被证明是不正确的，预期的改进可能不会发生。

■ 即使最近的预测是正确的，市场行为也可能已经将这种前景完全反映在了目前的价格中(有时，这种前景可能被*过高地*反映在价格中)。

■ 出于某种原因或无法识别的原因，某些信息的价值无法及时反映在价格中。

股票的价值取决于其长期盈利能力，不应过分看重短期盈利状况。

增长型股票

格雷厄姆把增长型股票定义为在过去的一段时间内，一家公司的*业绩*表现(每股收益的增长)好于市场平均水平，而且预期未来表现仍然如此的股票。他指出，过去业绩一般，只是投资者希望它在未来有超出市场平均增长的股票不属于这一类，它们属于“有希望的公司(promising companies)”。[39]寻找具有良好投资价值的增长型股票面临许多困难。第一，具有良好业绩记录和良好前景的公司股票价格往往已经很高。你完全可以证明你对公司业绩的判断是好的，但投资却很糟糕，因为你购买时的价格已经过高(过度估值)。更糟糕的是，在许多情况下，增长型股票的投资者“并不知道增长型股票价值几何”，因此，“增长型股票的投资哲学不可能在有合理可靠的结果预期的情况下运用”[40]。基于历史走势的未来盈利预测充满了不确定性，对趋势的修正也具有主观随意性。分析家们常常在忘记潜在收益递减规律和激烈竞争对增长趋势的不利影响情况下进行趋势推断。当危险的长期趋势预测出现在严重挫折前夕的时候，一个粗心的危险陷阱往往出现在经济周期的高峰时期。

大多数增长型股票以科技为基础，依靠“科学促进效应(coattails of science)”[41]的公司未来发展前景分析基本上属于定性研究工作，没有可靠的度量标准，而定价依据是未来的增长。“我不得不认为增长型股票投资远未达到科学的阶段。”[42]

奇怪的是，增长型股票分析是一个数学估值盛行的领域，但这是一个最不可靠的领域。增长型股票的未来收益是难以预料的，与过去的业绩也并无明确的联系，这很可能导致估值不准或严重错误。增长型股票购买者违反了安

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全边际原则。

> 市场普遍存在一种激进定价倾向，价格不会得到关于未来收益保守预测的充分保护。（当它们不同于过去的业绩时，审慎投资的基本规则是所有的估计肯定会有一定的误差，但它们往往会被轻描淡写）……当我们将安全边际应用于被低估股票的时候，这一概念变得更为明显。在此，根据定义，存在一个对投资者有利的价格与评估价值的差异。这种差异就是安全边际，它有助于抵消错误估计或低于平均运气的影响。特价股票的购买者特别注重抵挡不利事态发展的投资能力。[43]

格雷厄姆把分析师分为两类：基于预言的事件估计公司和股票未来价值的分析师与基于安全底线估计公司和股票未来价值的分析师。基于预测的分析师倾向于推荐具有良好经营前景的股票，而不注重股票目前的价格。基于安全底线的分析师专注于股票的价格，所运用的数量或统计方法强调股票价格与盈利、资产、股息等等的定量关系，而不必过分关注公司的长期前景，因为它是“有理由相信该企业将持续良好发展”[44]，可明确地看出其物有所值，其未来前景风险的补偿有足够的价值后盾。

许多分析师寻求具有最好前景的产业、最佳管理和其他重要无形因素优势的优质公司。结果是这些知名公司的股票往往具有高股价，而完全回避那些前景不佳的产业和公司，不管它们的价格有多低。有时，某些受到投资者特别关照的股票其价格上升到难以置信的程度，投资者隐含认为这些公司可以无限期地迅速增长（如 1990 年代互联网类股票）。另一方面，被投资者冷落的股票价格又下跌至难以置信的低水平，投资者隐含认为这些股票行将破产——不论价格如何，分析师似乎都不予理会。这两种信念都不合理，高增长可能会中止或被新技术、新的竞争格局或需求转移减缓（往往是扭转）增长速度。此外，很少有大公司破产。“为了享有连续超出平均水平的合理机会的投资业绩，投资者必须遵循的策略是：(1)内在价值合理并充满希望；(2)尚未在华尔街成为热点。”[45]（注：这与简单逆市投资不同，简单逆市投资只是机械地与多数投资者反向操作。在这里，你的相反意见（如果是相反的）是基于合理的和知情的推理。）

格雷厄姆并不排除这样的可能性：个别“明智的和精明的”分析师足以挑选到制胜的增长型股票，其价格尚未反映它们良好前景。但是，他认为这样的分析师是罕见的，并建议投资者避免尝试与这些天才竞争。（在第 5 章，我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

讨论了这样一个人——菲利普·费雪。）相反，普通分析师的目标应该是"明智"，这就意味着分析师不要追求对公司未来的经营环境和管理水平的超人洞察力，而应该仅仅是技术上有胜任能力、有经验和保持谨慎的态度。

管理主义

有三个层次的管理问题值得投资者警惕：第一层次是彻头彻尾的欺骗和自私。格雷厄姆说，由于不可能"对不道德的管理作出定量推理，应付这种局面的唯一选择是回避它们"[46]。第二个层次是虽然诚实但无能。股东很容易想当然地认为管理者是有能力的。第三个层次从常理上看，管理层总体上是诚实的，对业务管理是胜任的，但问题是他们只是"有人性的人"[47]——面临所有人性的利益冲突问题，这是"管理主义"[48]最微妙之处。由于所有公司经理人都是有关利益当事人，同时，"所有大公司的管理层都由其正直品格以及管理能力在平均水平以上的男人组成，但是这并不意味着他们在涉及包括其自身利益在内的所有方面应该得到全*权委托*"[49]。主要担心包括以下方面：

■ *管理补偿金*　包括期权、奖金和工资。

■ *业务扩张*　经理人可以从公司扩张中受益更多的工资、权力和威望，通过收购政策可以迅速做到这一点。

■ *股东知情权*　而面对股东的质询，管理层可通过控制信息流使自己具有战术优势（限制信息流的理由或借口是避免竞争对手获得公司机密）。

■ *股东投资的持续性*　如果公司遇到明显的业务萎缩、资本回撤和配股，有时为了获得股东的继续投资，往往会为股东提供最好的服务。在极端情况下，最好是进行公司清算，但管理层很少考虑采取这种行动，尽管从股东的角度必须这样做。

■ *分红派息*　年度盈利的多大比例应该派送给股东？管理层有保留盈余的偏好，不论这些盈利资本是否可以被股东用来创造比将它们置于公司业务更大的价值。高比例分红意味着减少公司的资源、增加风险、降低公司威望、缩减管理人员。管理层倾向于低分红有三点原因：

1）保守的分红政策对股东有利。有时候，这是有道理的，但更多的情况下往往损害了股东的利益。

2）公司业务有些特殊，需要冒风险，必须给予更多的照顾。"由于每一家公司都是特殊的，在我看来，争论或多或少在于答案本身，你将不得不得出股东在为他们自己确定合适的待遇方面没有原则可循的结论。"[50]

3）股东并不明白公司的业务问题，要求他们比管理层更有头脑是不切实际的。这种说法激怒了格雷厄姆，因为这意味着股东不应该持反对意见，因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此，股东控制将是无效的。管理层和股东永远不应该忘记“公司仅仅是股东拥有的财产及生财之物，管理者只是由股东支付薪酬的员工，然而，所选择的董事是受托人，其法律责任仅仅是代表公司股东的利益”[51]。

当私人雇主雇用工作人员时，他们自然期待他们信任的人。然而，这并不意味着他们允许管理层确定他们自己的工资或替股东决定应该投入或从公司中转移多少资本。

关于股息政策——在一段时间内应该向股东支付的比例以及以何种方式支付（是现在少以后多或是现在多以后少呢？）的问题是一个长期存在的复杂问题。详细内容读者可以查阅关于标准公司财务的文本。* 格雷厄姆是他所在时代的引领者，率先提出了这方面的许多结论：

> 这是对管理层“艰难盈利回流财产”的习惯性赞扬，但在度量通过这样的政策所带来的利益时，时间因素通常并不重要。同样合乎道理的是，如果一个企业只将其盈利的一小部分分红，那么这一时期内股票的价值也应该增加，但这种增加并不一定会弥补股东红利损失，尤其是当这些项目的利息是混合的时候……在某些情况下，股东也可以从极端保守的股息政策中获得好处，即未来更大的最终收益和分红。在这种情况下，市场因为它们红利少而给予股票低定价的判断被证明是错误的。这些股票定价应该比根据分红状况确定的价格更高，即利润增加了盈余，而不是以股息的方式进行了支付……然而，更为常见的是，股东从分红中获得的收益比将盈利转变为资本获得的收益更大。[52]

泡沫股票

在极度乐观的股票市场时期，当股票价格将其价值远远抛在后面的时候，格雷厄姆经历了挫折和困惑，泡沫股票使价值投资者猛然清醒，与其他轻松获利的投资方法相比，这是一个要求股票特性足以承受价值投资理念怀疑的时代。“在大牛市中，知识是多余的，经验是障碍，投机者的成功源于无知，这是陈词滥调。但投机者的典型经验是暂时的利润与最终的亏损……现在（1959年），包括一个巨大投机者群体在内的每个人都自称是投资者。”[53]沮丧来自于相信股市过度定价，因而拒绝参与市场，然后眼睁睁地看着股价上涨至更

* 《企业财务管理》（阿诺德，2008）第22章涉及这一主题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高——在最近的20世纪90年代末，我们中的很多人都经历过这种情况。

1974年，在接受约翰·奎特(John Quirt)采访时，格雷厄姆解释道，击破泡沫的正是那些投机者[54]：

持有年盈利增长15%的股票，这是很不正常的，但让我们将其作为一个例子。只要市盈率停留在目前的水平，那么，买方将获得15%的回报——如果有的话还要加上分红——这将给其他投资者以巨大的吸引力，他们也想要拥有这些股票，所以他们会购买它。在这样做的过程中，他们会抬高价格和市盈率，并使得价格上涨速度超过15%，以便使该股票看起来更有吸引力。随着越来越多的投资者成为所承诺收益率的追随者，价格上涨偏离内在价值，自由向上浮动创造了一个不断膨胀的泡沫，直至最后不可避免地*必须*爆裂。换言之，如果你在低价开始投资，你将经历一个价格上升，如果你满意目前这种上升，必将导致进一步的价格上升等等。但是，它不会永远继续下去，它可能走得很远，但绝不可能永远如此。

1946～1947年期间，格雷厄姆在纽约金融学院(New York Institute of Finance)的第10次演讲中，以独立的观点对投机心态和投机难以维持的原因给出了一个精彩的解释[55]：

它使我想起了大家都知道的石油男子(oil man)想去天堂，并要求圣·彼得(St Peter)允许他进入天堂的故事。圣·彼得说："对不起，正如你透过这扇门所看到的，这儿石油男子的名额已经满了。"这名男子说："那真是太糟糕了，但你介意我对他们说四个字吗？"圣·彼得说："当然可以。"这名男子大声喊叫道："地狱中发现了石油！"于是，所有石油人开始成群结队地离开天堂，一直奔向地狱。圣·彼得然后说："这是一个非常好的表演，现在有了足够的空间，快请进。"石油人挠挠头然后说："我想与其余男孩相伴，谣言的背后可能有一些真相。"我认为这正是我们的行为方式，通常，在股票市场的运动中，我们从经验中知道我们的结局将会很糟糕，但"谣言的背后可能有一些真相，所以我们将与男孩为伴"。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4　本杰明·格雷厄姆价值投资的三种方法

格雷厄姆提出了三种选股方法：第一种（流动资产价值投资）集中于公司的资产价值；第二种（防御型价值投资）是一个纯粹的定量方法；第三种（进攻型价值投资）是不太关注定量分析，重点是定性评估公司未来的盈利能力。

流动资产价值投资

1930年代早期，格雷厄姆提出了一种股票市场选股方法，其重点是流动资产净值相对于股票价格的价值。他寻找扣除流动负债和长期负债后，价格仍然低于流动资产净值的股票。此外，在计算净资产数值的过程中，固定资产和其他资产（如有形资产）价值被假定为0。

当股票价格下跌至总市值低于公司清算价值的时候*——假设工厂、建筑物、专利等等根本不值钱！事实上，这种情况确实会发生——且往往比我们的假设更有可能发生。1932年，格雷厄姆发现[1]超过三分之一的工业股票的售价低于流动资产净值，即流动资产净额减去存货的价值，扣除所有负债以后，现金的价值和应收账款大于这些公司的总市值。

他举例说，1931年12月，怀特汽车（White Motors）的总市值为480万美元，这只是公司准现金价值的大约60%，只是公司流动资产净值的五分之一。有数十家公司的总市值低于公司在银行的现金存款价值。于是，他得出的结论是，股东通过拒绝购买这些股票的方式认为这些公司倒闭比继续生存更有价值。

* 资产净现值（营运资本）＝流动资产（现金，应收账款，存货）－流动负债。流动资产净值＝流动资产－存货－流动负债。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现在，可能有人认为，1930 年代早期是一个非常时期，这样的情况在今天不可能存在，因此，这种投资方法没有效。然而，格雷厄姆很清楚[2]，三十多年持有一个品种广泛而且有利可图的投资组合是不可能的，从 1923 年至 1957 年(不包括“1930 年至 1932 年那段讨厌的时间”)。“三十余年的时间，我们必须由此赢得大约平均每年 20%的收益。”[3] 格雷厄姆指出，这种投资方法的成功需要有一个许多品种股票的组合，因为有一些股票可能达不到盈利预期，这种投资组合往往需要超过 100 种股票。市值低于流动资产净值的股票是如此之多，格雷厄姆一般选择总市值不到流动资产净值三分之二的股票。

在 20 世纪 50 年代中期，由于市场处于牛市，很少有这种类型的买进机会，为此，格雷厄姆休息了很长一段时期。但是，到 1971 年，格雷厄姆发现 50 只或更多的市值低于流动资产净值的股票，即使将前一年净亏损的公司排除在外，仍然有足够多的股票可以组成一个多元化的投资组合名单(尽管这已经远远低于格雷厄姆建议的 100 只股票)。这种情况直到 1973～1974 年的下跌时期仍然广泛存在，众多的廉价股票简直令人难以置信。1976 年 1 月[4]，格雷厄姆经过统计发现有 100 只以上的股票市值低于当时的净资产值。*

格雷厄姆并不同意按面值估算资产净现值的会计核算方法。他常说，分析师应该更看重负债而不是那些值得怀疑的资产价值[5]。扣除面值的负债、资产要按照表 4.1 的预定计划项目进行调整。

表 4.1　资产价值的调整因素

资产的类型	清算账面价值%	
	正常范围	简单平均
流动资产：		
现金资产(包括市场证券)	100	100
应收账款(通常少于公积金)	75～90	80
存货(以低于成本或市价计算)	50～75	66⅔
固定和其他资产：		
(房地产、建筑物、机器设备、不可流通的投资、无形资产等等)	1～50	15(近似)

* 肖英和我对格雷厄姆的流动资产净值策略是否仍然有效进行了研究，通过选定总市值少于三分之二流动资产净值(NCAV)的股票考察英国股市的表现。我们发现，1981 年 7 月至 2000 年 7 月，23 家公司的年度平均表现达到了标准。

Xiao, Y. and Arnold, G. C. (2008) 'Testing Benjamin Graham's Net Current Asset Value Strategy', *Journal of Investing*, Winter, pp. 11－19.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

廉价股票是如何产生的？

股票价格低于清算价值是不合乎逻辑的，错误产生的原因有如下一个或多个：

- 市场对公司生存前景和盈利能力的错误判断；
- 管理者从事浪费公司资产、有损于公司价值的经营活动；或
- 股东重视他们的财产。

在 1920 年代的新时代学说时期，所有的价值测试被转移到收益表来考察，投资者抛弃了过去审视资产负债表的习惯，这种思维导致低增长和短期亏损股票的倾销。严重的抛售使得股票仅以公司资源可变现价值的一小部分的价格进行转手，这是由投资者心里恐惧推动的，因而并不符合常理。大多数卖方似乎并没有意识到资产净值的情况，由于公司并不打算清算，按照清算资产价值基准进行卖出决策没有什么实际意义，人们具有一种公司资源将会被继续浪费的心理预期。

在许多情况下，保持对公司将来出现亏损、最终不值钱的担心是合理的。1932 年，格雷厄姆提出了下列问题[6]："真的有三分之一的美国企业注定要继续亏损，直到股东抛出所有股票？……很可能它（股票市场）是错误的，因为在未来主要趋势的判断上，它一直是错误的"。

最令格雷厄姆惊讶的是，所谓垃圾股（distressed shares）有着高标准的流动资产净值，它们在繁荣时期末通过行使认股权而获得大量现金流，这不仅使它们有丰富的现金，而且也极大地增加股票的供应量，当繁荣成为过去和悲观时期来临时，进一步加剧了股市下跌。"因此，同样一件事情既改进了股票背后的*价值*，也促使了*股价*下跌。"[7]

在 1970 年代，股票市场集中于短期交易结果的事实再次给格雷厄姆提供了一个利用无视资产价值的非理性市场的好机会。他发现许多著名公司从宝贵的土地和建筑物到专利和品牌等长期资产根本没有被估值。"帕斯卡尔说：'心里有理由，但理由未被领会'，'内心'即为'华尔街'。"[8] 即使在"正常"的市场条件下，当优等股票以高于资产净现值报价的时候，通常也有一些被低估价值的"次等"股票可以被利用，这些股票容易受到职业市场投资者兴趣的支配。如果他们没有兴趣，那么，股票价格可能不会反映其真实价值。换言之，被忽视（被其他人）非常有利于价值投资者。

忽视（被其他人）非常有利于价值投资者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价格为何上涨？

在市场萧条时期，分析师和投资者非常担心未来会更糟糕，大量上市公司将难以生存、浪费资源，然后直至破产死亡，使股东一无所有，这种情况将涉及到数十甚至数百个企业。格雷厄姆同意这种观点，但仍然认为许多流动资产净值股票是很好的购买对象。他认为，市场的悲观情绪是不分青红皂白的，在逃离的过程中，投资者大量抛售股票，我们有充分理由相信市场最终会出现复苏。

是什么理由使他坚信大多数价值股将得以存续并产生良好的回报？他指出，一些潜在的新产品阻止管理者以逐渐浪费资产的方式走向价值消亡的道路。

■ *盈利能力将*在与公司资产水平相称的位置*得以恢复*，这可能以两种方式出现：首先是行业景气度的改善。格雷厄姆提请我们注意用行业准入和退出的基本经济现象解释为什么有些公司在业界表现特别好或非常差，但不会永远如此。那些具有高收益的行业将引起竞争者的注意，它们的优异业绩将因为竞争而受到损害。通常(也许或尤其是)，这些高增长需求的部门将受到更快增长的供给的不利影响。在1930年代，无线电、航空、电力制冷、公共汽车运输和真丝袜行业真实地发生了这种情况。在新千年来临的时候，电信、互联网和个人电脑行业也出现了这种情况。相反，如果一家公司因为过低的盈利(或亏损)而以非常低的价格廉价卖出，那么，由于竞争对手的退出以及新的竞争的缺乏，最终往往使该行业得以改善并使投资于该公司的资产恢复到正常收益率的水平。提升盈利能力的第二种方式是改变公司的经营政策。如果公司股票正在以低于清算价值的价格卖出，对于管理层而言，采取纠正行动是义不容辞的责任，如果他们自己不这样做，股东肯定也会逼迫他们这样做。这种变化可能是通过现有的管理层实现，也可能通过更换管理层来实现。新的经营政策，包括更有效的管理方法、新产品、放弃无利可图的业务等等。格雷厄姆对通过股东施压促使公司变革持乐观态度：“这是一个臭名昭著的事实，然而，典型的美国股东是囚笼中最温顺和冷漠的动物。”[9]

■ 当另一公司可以更好地利用公司资产的时候，*卖出或兼并*必将发生，他们可能乐于以清算价值购买处于困境中的公司。

■ 如果发生*全部或部分停业*，公司管理层必须为以低于清算价值卖出向股东提供一个继续持有股份的正当理由。如果一家公司不值得为持续经营做出更多，那么，从股东的利益而言，破产清偿是最佳处理方式。如果它的价值超过其清算价值，那么，这一信息应充分传达给市场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从简单到精明的资产净现值投资

显然，购买所有售价低于流动资产净值的股票不是明智的，这是一种太粗放的做法，这类企业中许多行将破产。格雷厄姆提出了一些附加的检验方法，以便找出最具吸引力的流动资产净值股票。这些检验项目来自以下四个方面，第一个项目(财务状况)是定量因素，而其他三个则主要是定性因素。此外，图 4.1 给出了这种类型投资方式的两个成功关键要素：多样化和耐心。

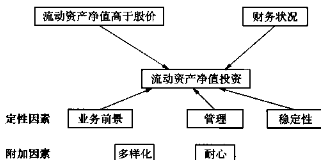


图 4.1　流动资产净值投资

财务状况

必须对公司收入账户作出全面的深入分析。分析师应该寻找目前具有令人满意的盈利和分红水平或过去有较高平均"盈利能力"的股票。仅仅依据过去的盈利趋势推测未来是错误的做法。虽然过去的走势是一个事实，但未来走势只是一种推测，我们并不能确保这一趋势不会减缓或扭转。基于过去走势的预测主要是一种主观心理，而不是科学。

因此，如果我们不能进行简单的趋势分析，那么，可用的盈利数字又是什么呢？格雷厄姆说，过去给我们提供了推测未来的线索——不可能令人满意或可靠，而且往往是无用的，但是，也有相当多的案例说明研究过去是有价值的：

> 还有一个事实，即过去具有良好盈利记录的公司总比过去盈利记录差的公司有一个更好的保障。如果 100 家企业在过去十年的平均利润为每股 6 美元，而另 100 家企业的平均利润只有每股 1 美元，人们完全有理由期待在未来十年前者的盈利会比后者大得多。其基本理由是未来收益不可能完全靠运气或竞争性的管理技巧，而为过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

去盈利作出过贡献的资金、经验、信誉、商业联系以及所有其他因素必将对未来产生重大影响。[10]

盈利能力是一个非常重要的概念。很显然，它不是当前收益。格雷厄姆说，它是多年实际收益(5～10 年)及未来收益估计值的综合。后者是未来一段时期——通常是 5 年的“平均预期收益”[11]。在考察过去业绩并推断未来情况的过程中，我们应该运用多年的平均盈利数据，因为特殊年景可能出现不正常的情况，从而导致由于经济周期等因素对盈利能力影响关系的歪曲。

盈利能力是一个很重要的概念

我们必须提高警惕，避免“每股盈利数据陷阱(booby traps in the per-share figures)”[12]。损益表比资产负债表更容易误导，对容易受到专制和操纵的盈利数字需要进行批判性的解释和调整。分析师需要把非经常性项目从普通经营业绩中分离出来，使基础性盈利能力得到更明确的估计，“即如果经营环节在此期间继续保持不变，值得期待的公司年复一年可以取得的每股盈利数据”[13]。由公司控制的子公司或附属公司的收益也必须正确计算在内，还应该包括一些具有很强可塑性的项目，如折旧、待摊费用和应对未来损失及其他紧急情况的风险储备金等。公开账目的调整旨在帮助回答以下问题：

- 真实盈利是多少?
- 过去的盈利记录对未来盈利能力有何预示作用?

可以用来帮助判断公司盈利能力和风险的财务报表中的其他项目一般包括生产和成本统计数据、产能、未交付的订单、资产构成和负债结构。速动资产的快速损耗被认为是一个很不好的迹象，尤其是当没有明确的迹象表明损失有可能停止的情况下。

定性因素

格雷厄姆坚持认为，仅有数据分析的结论是不能令人信服的，必须辅以公司和行业经营性质、公司在行业中的竞争地位、经营特点、管理特点、公司和行业前景展望等方面的定性分析。用于这种分析的信息在质量和可靠性方面的变化差异很大。总体上仅仅是一种大致看法。

尽管格雷厄姆说研究定性因素非常重要，但他并没有提供更多的帮助读者考察公司性质、业务前景的线索。毫无疑问的是，格雷厄姆非常重视定性因素分析。我仅仅找到他的一段阐述是：“关于什么是或不是‘一家优质公司’，大多数人都有相当明确的看法，这些看法的得出部分是基于财务报表，部分是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基于对行业具体环境的了解，部分是基于猜测或偏见。"[14]

识别胜任的管理层比分析公司战略更加困难。如果投资者对管理层没有个人关系的话，很少有客观的测试方法可供采用，往往需要依靠商誉（有可能有，也有可能没有）。格雷厄姆把超额收益记录看成是高水平管理能力最具说服力的指标。但是，他挖苦道："这又把我们带回到定量数据上"[15]。

菲利普·费雪、查尔斯·蒙吉尔和沃伦·巴菲特特别强调，重要的是管理能力、管理诚信和经济特许权优势。他们坚持认为投资者需要寻找一系列指标和应用先进的调查技术。这些投资者满足于依赖主观分析，而格雷厄姆渴望找到一个更具体的科学计量指标。1930 年代早期造成的深深伤痕让他感到对依靠主观判断的担忧。他渴望找到事实根据。在市场狂热时，个人主观意见容易受到说服的影响，因此，在格雷厄姆的著作中存在一些矛盾之处：在股票分析过程中，定性因素非常重要，就其性质而言，这些因素是无法计量的，而且基本上是主观的，因而不能被视为"事实"。因此，分析师不应该重视它们，除非它们与量化证据有一定的联系。换言之，在评价公司最重要的特征——竞争优势和管理水平方面，投资者不能相信他自己的判断。毕竟，格雷厄姆坚持认为，在 1928～1929 年期间，投资者相信他们能够准确地预测许多公司美好的未来，但后来发现他们一直在欺骗自己。格雷厄姆传递的信息似乎是定性因素是至关重要的，但你必须非常谨慎地解释结果，所以，你可能需要回到定量证据上来。

正因为评价公司前景和管理水平如此困难，格雷厄姆说，分析师必须"防范"[16]未来变化，而不是尝试猜测未来，这比分析师概括性的语言和谋求不正常的获利方式更好。防止未来变化必须寻找经营稳定的公司："稳定性意味着抵制变革，从而更加依赖过去的结果……首先它源于公司的性质，而不是统计记录。一个稳定的业绩记录表明公司经营本身是稳定的，但这种迹象可能会招致其他观点的反驳。"[17]首要的证据是数字，但这些统计数据远不够充分，定性思考可能使它们完全失效——或许是对管理水平或固有的不稳定性的怀疑将引起排斥反应。

多样化和耐心

为了降低风险，流动资产净值投资需要有一个广泛的分散投资组合。一旦购买，如果股票未能迅速按照预先设想发展，投资者必须控制自己的冲动和急躁。市场认识到净流动资产股票的内在价值可能需要几年时间。如果什么也没有发生，而你卖出它，这将是最不幸的卖出——就像你做的一样，

不宜追求过分精确

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票重新定价的机会有的是。

在定量与定性分析时，必须牢记一句话：不要追求过分精确。格雷厄姆喜欢说，如果一名男子太胖，你不必知道他的确切体重，只需要知道他肥胖就够了。

> 我要警告你不要做的事情是花费大量时间进行过于详细的公司和产业竞争力分析，甚至包括最新生产的浴缸数量分析。因为你陷入了自己的感情世界，因为你已经研究这件事很长时间，收集了这么多的数据，你的估计一定要非常准确，但他们不会的，他们只是进行粗略的估计。[18]

假如你能找到一家这样的公司：

- 以低于资产净现值的价格卖出；
- 由诚信有能力的管理层经营，他们努力工作，尽力防止资产损耗；
- 过去有着较高而稳定的盈利能力，且将来可能会继续这一趋势，

那么，你已经找到了廉价投资对象。最终，这一股票的真实价值会被市场认可，你可以享受持有高度安全和本金损失概率很小的股票的快乐。

防御型价值投资

格雷厄姆流动资产净值投资方法提出于华尔街股灾之后，在他职业生涯的大部分时间内，该方法被证明行之有效。然而，他的好奇心与一向积极的心态驱使他继续寻找基于内在价值和安全边际基本原理的其他选股办法。他提出了另外两种投资方法：防御型价值投资和进攻型价值投资。防御型价值投资者着重强调避免严重的错误或损失；其次，他们努力寻找只需要付出很少努力即可择选股票的简单方法，例如，符合购买标准的简短候选股票清单以及不必太频繁的决策；第三，鉴于前两个标准是不理性的高回报预期，因此，可以预期的仅仅是"满意的结果"："我们对防御型投资者能够普遍获得高于平均水平结果的能力持怀疑态度"[19]。

格雷厄姆建议这种方法追随者应该以适度为目标，而不能目标过高和过度多样化。这意味 10～30 只股票的组合——从而有助于简单和低标准的维护成本。其余的指导规则则是简单地跟踪公司的统计数据(注：非定性因素)：

1）*公司应该是大的、优秀的和重要的*　一般情况下，小公司更容易受到行业平均兴衰周期影响。一家优秀公司的规模往往位列行业排名的前四分之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一或三分之一。

2）*良好的财务状况* 企业流动资产价值应该是流动负债的 2 倍。此外，长期债务应小于流动资产净额。股本账面价值（股东资金）应不低于总市值的一半，其中包括所有债务。

3）*盈利与分红的增长及稳定性* 公司在过去十年每年均盈利，过去二十年每年均派发股息，过去十年每股收益的年均增长速度至少超过三分之一（开始和结束时采用三年平均数据）。

4）*市盈率适度* 格雷厄姆把市盈率限定为过去三年平均盈利的 15 倍。[20] 他也给出了过去七年平均盈利的 25 倍和近 12 个月平均盈利的 20 倍的标准。*

5）*股票价格不明显高于资产净值* 格雷厄姆运用一个半时间单位（one-and-a-half-times）的最近报表周期的账面价值进行判断。

第（4）及（5）点有一定的灵活性。如果市盈率（PER）低于 15 倍，分析师可能会允许相应较大的资产乘数。格雷厄姆的经验法则建议："乘数（过去三年的 PER）乘以市净率不应超过 22.5"[21]。

这些标准构成了非常严格、量化、机械的方法，与流动资产净值方法明显不同的是，需要辅以一些定性因素分析。与第三种方法——进攻型价值投资相比也是如此。

进攻型价值投资

进攻型价值投资是一种更激进的方法，它要求做出更多的努力，并期待高于一般"满意度"的回报。格雷厄姆坚持认为这种方法不会使选股者远离一贯的投资风格，而转向投机。只有"被保守价值测度确认不会过度估价"[22]，并满足"内在价值客观和理性测试"[23]的股票被允许考虑购买。

格雷厄姆提出，作为一个出发点，它与防御型投资者使用同样的标准，但缺乏灵活性。他给出了一些弥补别处不足的附加因素。例如，如果一家公司三年前没有利润，但很好地通过了所有其他测试，包括较高的平均盈利等，那么，这只股票可能是值得进一步考虑的。一个被完全遗漏的关键标准是规模要求，这里没有下限："如果有充足的依据和小心地购买了，小公司也可能有足够的安全。"[24]防御型投资方法只进行简单调查，而进攻型投资方法需要花

---

* 他还建议盈利/价格比（逆市盈率）至少应该与当前的高级别债券利率一样。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

费更多的时间和精力。更激进的或积极的投资者必须通过明智的分析，识别证明是既安全又有吸引力的股票。如同需要基于情况了解的判断去评估关键统计数据的重要性（在何种程度上某个因素的不足可以被其他附加因素抵消），分析师必须估计未来一段时期的平均盈利情况。此外，盈利估计值应乘以“一个适当的‘资本化因子（capitalization factor）’”[25]。很遗憾，格雷厄姆没有详细论述如何确定资本化因子（贴现率）。

未来盈利能力估计可以通过收集经营规模、公认的价格和营业利润率等历史数据进行推断。假设需要作出关于增长前景的判断，显然，进攻型投资比防御型投资要做更多的工作和思考。由于分析师需要深入了解公司，格雷厄姆建议他或她应该局限于：

> *最了解的三、四个公司，把他自己和他的客户兴趣集中在他从这些公司中预测到了什么……毋庸置疑，当你能够更好地集中于你了解的一只股票时，必将可以更好地证明其高利润，而不是仅仅因为多样化的缘故而使你的业绩数据变得平庸。*[26]

必要的付出

对于这一特别技能和努力的回报是优于防御型投资者的平均收益水平，这并非是促使一个投资者放弃更简单的技术成为有进取心的投资者的唯一因素。它还需要高水平的能力和奉献精神以及它对学问的更多追求：

> *如果你仅仅根据投资方案付出少许的努力和智慧，你无法获得优于正常业绩的结果，你可能会发现情况更糟糕了。由于任何人——购买和持有指标股——都可以获得市场平均业绩，“战胜市场平均（beat the averages）”似乎是很简单的事，但事实上，尝试这样做并最终失败的聪明人所占比例非常高。*[27]

进取的投资者必须对公司情况、股票市场和股票估价有深入的了解。防御和进取的状态之间并没有明显的系列层次划分。投资者试图采取中间立场是一个严重错误（已被许多人认可），这种妥协最终将失败。格雷厄姆以商业为例给出了一个例子：有抱负的商人不能为赢得预期一半的正常利润率而成为半个商人。

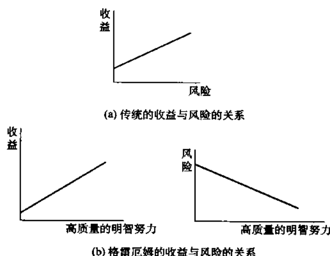
鉴于大多数股票所有者只能将少量的时间和智慧投入到他们的选股活动中，因此，他们应该定位于成为防御型投资者和/或资产净值投资者，并仅仅期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

望满意的回报。只有那些时间充裕、训练有素和拥有专业知识背景的投资者应该尝试具有挑战性的进取型方法。

风险和收益

格雷厄姆以不同于大多数市场分析师的方式审视风险（参见图 4.2）。他认为，一些企业的内在风险比其他企业更大，投资者会通过他或她自身的明智努力来抵消这种风险。因此，风险厌恶投资者必须满足于低收益的观念是错误的。在一个封闭的系统中，风险和收益彼此并不成比例运动——在没有其他因素影响的情况下。因此，一个投资者可以获得低风险，而不一定只能接受低回报，但必须付出更多的智慧和努力。高收益主要取决于投资者努力的意愿和智慧运用的能力：



(a) 传统的收益与风险的关系

(b) 格雷厄姆的收益与风险的关系

图 4.2　收益与风险

> 收益率的要求取决于……投资者为完成任务愿意和他能够付出的明智努力的数量。被动（防御型）投资者只能获得最低收益，他们对所投资的对象既要求安全又要求有自由。机敏和进取的投资者可以实现最大收益，他们倾向于付出最大的智慧和技巧。[28]

在进攻型价值投资方法中，安全边际是由高质量的公司分析获得的，而不只是简单的统计测试技术的应用。为此，进取型投资者应把精力集中于那些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他们有着特别兴趣和偏好的公司或行业，这将有助于他们获得超过其他分析师的竞争优势——其他人对此缺乏了解。

在股票市场的某些板块中，可以发现符合进攻型价值投资的股票。一个富含进攻型价值投资股票的板块是"相对不受欢迎的大型企业"[29]。市场的时尚潮流把投机者的注意力吸引到了当前充满魅力的板块，并使其他股票进退两难。缺乏兴趣的原因可能是最近那些临时性的、令人不安的信息。"市场喜欢制造一些题材和把普通经济周期影响夸大成重大挫折。"[30]处于低潮时期的大公司比小公司有两个优势：

- 在应对逆境和回归满意业绩趋势的道路上，它们既有资本优势，也有人力资源优势，且
- 市场对其改善的反应可能更迅速。

尽管这些大公司具有优势，但在规模小一些的公司中仍然可以发现良好的投资机会。即使有着良好历史业绩记录和良好前景的这些公司有时似乎也无法赶上想像中的市场，这些股票可能长期被忽视。

周期性企业能够提供价值，例如，当最近的前景不利时，近期利润正在下滑，股票价格下跌超过了负面因素的影响。购买失宠的大公司股票、被忽视的次级公司股票或周期性公司股票的方法有三种不同类别的投资策略，但是它们都需要不同类型的知识和气质，最好是分别开发适当的专门知识和特性，而不是泛泛地利用知识和情感才智。

卖出时机

如果有一个合理良好的盈利和价值提升预期，格雷厄姆准备在相当长一段时间(无限期)内持有股票。然而，如果股票不再具有吸引力，"或是因为其品质已经恶化，或者因为价格已经上升到无法论证的增值程度"[31]，他将立即卖出股票。

> 真正的投资者几乎从不可能被迫卖出股票

他说，真正的投资者几乎从不可能被迫卖出股票，他们不许自己因其他股票投资者的错误判断所造成的对市场下跌的担心所吓跑。在任何时候，投资者都应该把重点放在内在价值，而不是市场波动和市场潮流上。尽管他通常不赞成预测市场涨跌的做法，但他暗示市场存在极端的情况，当市场上涨至非常高的时候，最好是保持高比例的现金或政府债券。[32]然而，这些都是罕见的事件，是一种由错误带来的严重风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆投资方法的难点和不足

过度简化

运用格雷厄姆投资方法时，往往面临一些不可小视的困难。首先是来自于没有充分了解格雷厄姆方法的原理或过度简化了该方法的技巧。例如，一些所谓的追随者声称基于格雷厄姆方法提出了简单的公式。如，他们收集历史数据并根据产生异常高回报的统计记录建立所谓的“价值投资规则（value investing rules)”，这些规则包括“购买市盈率低于市场平均三分之二的股票”或“购买高股息率股票”或“购买高账面股本比率股票（book to equity ratios)”。由于过去取得了好的业绩，进而不加思索地假定未来仍将继续这种盈利模式，并使投资者变得富有。

拷问数据

在学术界，有一些可笑的术语被用来描述研究处理历史数据，以便获得成功的准则——“拷问数据，直到获得他们认可”的公式。在此，“研究者”尝试用几十个数学公式研究历史数据，直到他或她找到了有期望结果的一个。本着同样的精神，我们“对数据集进行挖掘”，直到“有用”的东西被发现。学者们努力做到的这一点是：

因为一旦你找到了某种形式的数量统计关系，你面临的问题是这个关系并不意味着它是一个可靠的数量关系，你可以据此进行决策，这更可能是一个侥幸。另外，也许在过去是一种可靠的关系，因为有如此之多的人认识到它的存在，但它已不再存在，因为股票买方根据新的信息进行交易，导致股票价格大打折扣。即使是格雷厄姆的纯定量方法——防守型价值投资——在股票被接受之前也有很多的测试项目。格雷厄姆进一步指出：这种简单方法不重视定性因素（如管理水平、行业及公司的竞争能力等），仅仅是给出令人满意的结果，而不是遵循简单标准的价值投资者致力于寻找的超额收益。

华尔街或其他市场的所有那些价值型基金均在使用荒唐的简单标准，正如它们对格雷厄姆思想不太友好一样，它们追逐的是高科技的最新时尚。

艰巨的工作

即使假定远离过度简化的格雷厄姆原则的诱惑，在成功的投资道路上仍然有一些困难需要克服。工作过程很艰苦，重要的是要取得高质量的数据，这并不是简单地将原始数据交给投资者，为了识别会计欺诈并进行必要的数据调整，需要有良好的会计学知识和技巧。分析师在试图揭示已被蓄意隐瞒的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

信息时需要经验和技巧，就他的两种方法而言，了解诸如商业环境、公司战略和管理层行为等重要因素也很关键，这是很费力的工作。

气质

运用这种方法也需要具备某些性格特质。这包括：当市场处于恐慌或者处于非理性繁荣阶段时，需要具备抵制诱惑的能力。当你周围的一切似乎很好和你必须等待收获时，往往需要坚持的毅力和勇气。

> 投资者面临的首要问题——甚至他最可怕的敌人很可能是他自己……我们看到，市场上由与投资管理能力不相称的"老百姓(ordinary people)"赚取和管理的钱比缺乏这方面特质的人管理的钱更多，纵使他们具备了广泛的金融、会计学和股票市场知识也是如此。[33]

闲置的方法

就长期而言，这些方法（尤其是流动资产净值方法）并非是切实可行的。它们能告诉你可买的股票很少或根本没有，因为市场正处于一个较高的价格水平。"我猜测过去适合采用格雷厄姆方法大的时间段是 1973 年或 1974 年，那个时候你可以很容易地运用这种方法。"[34] 沃伦·巴菲特的评论似乎有点苛刻。当市场处于高位的时候，不可能使用这三种投资方法中的任何一个。

关注长期

价值投资对短期投机者而言是危险的。最好的"购买"信号发生在市场衰退（通常是经济衰退）期间，往往是市场大幅波动和通过模糊不清又令人沮丧的短期消息难以预见未来的时期。此外，价值投资者的购买信心取决于两个假设：

1）市场价格严重偏离内在价值；

2）这种差距将由市场本身来纠正。

也许从长远来看，第 2 点是客观事实，但对投资者的短期投资结果可能不是令人满意的。忽视和偏见可能会导致股票价值被低估的现象维持很长一段时间。当价格最终反映以前估计值的时候，可以发现公司的境况已经发生了变化，因此，关键的事实和推理促成了决策的作出，从而改变了内在价值。

吸过的雪茄屁股(cigar butts)

吸过的雪茄屁股既有可能或也*不可能*让你吸最后一口。沃伦·巴菲特放

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

弃了格雷厄姆的流动资产净值方法，这是因为：

> 首先，原来“低廉”的价格毕竟不可能变成这样一个便宜货。处于困境中的企业，一个问题得到了解决，另一个问题又来了——一个厨房里不可能只有一只蟑螂。第二，你有把握的最初优势将很快被企业盈利的低收益所侵蚀。例如，如果你花 800 万美元购买的企业可以以 1 000 万美元卖出或清算，你可以迅速地任意选择其一进行处理，那么，你也可以实现高收益。但是，如果该企业在十年中可以以 1 000 万美元卖出，而期间相对于成本每年盈利和分红很少的话，这项投资必将令人失望。时间是成功投资的朋友和平庸投资的敌人。[35]

巴菲特提及购买非常便宜的股票是指寄希望于人们运气上出了一些小问题，让你可以按照“雪茄屁股”的方法低价买入可获利的股票。“雪茄屁股建立在大街上有人吐出一阵烟雾的基础上，而它可能不能提供太多的烟雾，‘廉价购买’将让你吐出所有的利润。”[36]

巴菲特追随格雷厄姆价值投资理念若干年。波克夏·哈撒韦公司(Berkshire Hathaway)——他的控股公司本身就是一个雪茄屁股，在美国从事非常不利的纺织品制造业务。相对于其资产是廉价的，且经济效益很糟糕，在经营过程中，巴菲特亏损了很多钱。他还以很大的账面价值折扣购买了巴尔的摩霍柴德孔恩百货公司(Hochschild-Kohn)股票，该公司有大量未记录在案的房地产价值和相当数量的后进先出法存货准备，但三年后，他以买入价格卖出了股票。他对此的评论是，“以公平的价格购买一家优质公司远比以有吸引力的价格购买一家一般的公司要好……当以卓越管理著称的管理者面对不好的经济境况时，企业商誉仍然得以保留。”[37]从公平对待格雷厄姆的角度上讲，他的流动资产净值投资方法需要考虑公司的关键品质特征，包括产业经济、企业经济状况和战略地位的评估，这对于企业盈利能力估算是至关重要的。也许这一问题争论的关键在于：格雷厄姆特别强调定量因素，而显然忽视了巴菲特提到的定性因素，或者是他将大量的时间花在了企业状况的不确定性方面，就像他对待历史事实和数字那样，对此今天我们很难判断。我必须承认，沃伦·巴菲特知道格雷厄姆和他指导下进行的研究。他说：“本杰明倾向于只看统计数字”[38]，但我对格雷厄姆著作的解释是，在他的另外两种方法——流动资产净值和进攻型价值投资中，定性因素仍然被视为重要的因素。可以肯定的是，格雷厄姆所有这三种方法的共同点是大量公司均遇到了没有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

足够净资产这道难关，这就意味着存在许多有形资产不高、无形资产很丰富且也没有得到任何进一步关注的好股票，如迪斯尼(Disney)、可口可乐和《华盛顿邮报》(*Washington Post*)(这些都是巴菲特曾经成功投资的对象)，这些公司不存在过去格雷厄姆早期阶段所遇到的情况。

永恒的指导思想

尽管巴菲特抛弃了格雷厄姆雪茄屁股投资的具体问题，但他仍然坚决支持格雷厄姆投资方法的一些基本原则(如内在价值；安全边际；关于投资、明智投机和不明智投机的区分；公司考察；不着眼于股票价格的短期波动等)。巴菲特继续运用这些方法，并提醒所有愿意学习它们的人。他对不愿意教授格雷厄姆投资思想的大学提出了批评。“这并不难，所以，不是教的东西有多难，而是不实用，商科学校倾向于教授更复杂的行为，但简单的行为更有效。”[39]

格雷厄姆投资方法要点

安全边际：损失市场价值的机会最小，股票价值超过所支付的价格，价值评估建立在客观事实的基础上，是对意外事件的安全保障。

投机者：最重要的是先于市场采取行动，并从市场波动中受益，不做全面深入的安全边际分析，设定不合理的高收益目标。

投资运作：在全面深入分析的基础上，承诺本金安全和满意收益回报的投资。

全面深入分析：将股票视为公司业务的一部分，按照实际投资经验对股票的内在价值和盈利能力进行数量和推理分析。

首要品格(股票分析领域)：

- 专业知识
- 决策
- 胆量

内在价值：属于私人所有者的公司价值。在一个按照客观事实(资产、收益、分红与预期前景)定价的市场中应该卖出股票时的价格。

盈利能力：是内在价值的最重要决定因素。公司在正常年度的盈利能力。由历史数据和预期公司未来平均盈利计算得出。在公司经营条件保持不变时，可预期的公司年复一年地盈利的水平。

不明智投机交易：在缺乏应有了解和定量分析的情况下，购买超出自身风险承受能力的股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

明智的投机交易：关注可以量化的信息，估算事件发生的概率，仔细权衡各种因素的影响，尤其是某些风险因素。

使市场波动成为你的朋友：请记住“市场先生”永远是一个躁狂抑郁病患者，要善于发现市场的错误定价。

避免做以下事情：

- 预测宏观经济和市场走势；
- 热衷于揣测最佳交易时机；
- 运用技术分析；
- 试图做短期投机交易；
- 试图选择增长型股票；
- 购买有前途公司的股票；
- 对管理主义视而不见；
- 在市场泡沫期间购买。

流动资产净值投资：

当股价低于流动资产净值（扣除所有负债和净值为零的固定资产以后）时卖出，而当满足下列条件时应该考虑买入：

- 合适的财务结构；
- 业务前景良好；
- 管理层诚信有能力；
- 经营基础稳固。

当然，投资多样化和耐心也是必需的。

防御型价值投资：

一种致力于避免严重错误和实现满意收益目标的简单选股方法，一般选择满足以下条件的10～30种股票的投资组合：

- 在行业中有重要影响和地位的大公司，一般位于前25%～33%；
- 流动资产比率大于2，资产变现能力强；
- 长期债务小于流动资产净额；
- 财务杠杆小于50%；
- 收益与分红的增长及稳定性：
  - — 保持10年利润增长
  - — 保持20年分红

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

— 10 年内保持年均 1/3 的每股收益增长；
- 市盈率适中：
  — 近 3 年平均小于 15
  — 近 7 年平均小于 25
  — 近 12 个月小于 20；
- 股票价格小于资产净值的 1.5 倍。

（如果漂亮的统计数据足以抵消其他数字方面的欠缺，那么，市盈率与股票价格相对资产净值的标准并不严格。）

进攻型价值投资：

与防御型价值投资的初始标准一样，但是弹性更大。相当多的附加因素抵消了别的不足之处，无规模下限要求；需要计算未来盈利能力的平均值；多样化程度低；报酬水平应在有能力竞争和决策的公司平均报酬水平之上。

卖出时机：

当股票品质恶化时；

当股票价格升至可证实的价值之上时。

面临的问题：

- 误解或简单化理解格雷厄姆投资方法；
- 工作过程很艰苦；
- 培养自命清高、要求严格的个人品质，如坚韧、勇敢的性格；
- 当方法不适用时延长投资周期；
- 对短期投机者是危险的；
- 雪茄屁股不可能让你吸最后一口。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5 菲利普·费雪的博南扎公司投资

菲利普·费雪是增长投资者的老前辈。他要求公司具有高增长潜力，同时希望以具有良好投资价值的价格购买，而不论高盈利增长型股票是否偶尔失宠或成为被忽视和以低于其内在价值抛售的对象。菲利普·费雪把主要精力集中在发现交易价格低于其长期前景价值的股票。这样的股票一般很少见，因为绝大多数高速成长的公司已经被市场充分认可，同时价格已经很高了，但是，实践证明，这样的寻找是非常值得的。菲利普·费雪充分运用自己的能力，以识别支持公司高成长背后的基本因素，然后对那些显示出非凡价值的公司进行投资。

费雪很早就开始了他的职业投资生涯，在他的童年时代，他就听到了他祖母和叔叔之间关于股票的谈话，从此激发了他对股票投资的兴趣：

> 一个全新的世界向我开启，通过储蓄一些钱，我可以从这个国家数以百计的最重要企业中选择任何一家公司购买其股票进行以营利为目的的投资。如果我的选择正确的话，投资收益可以真正令我兴奋。我思考判断一家公司是否有可观的增长所涉及的所有问题，这是一个我可以学会并能很好地参与的游戏，通过与我熟悉的看起来毫无生气、不重要的和不令人兴奋的任何其他公司比较，找到合适的对象。[1]

留心公司的运营情况

1920年代中期，作为一个少年，他尝试少量买卖了一些股票。面对作为内科医生的父亲说他是赌博的指责，他回答说他“并非天性冒险而仅仅是想抓住机会而已”[2]，但同时也承认（几年以后），早期的这些交易并没有教给他什么

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

东西。真正让他学到许多东西的地点是斯坦福大学的初级商学院。在 1927～1928 学年，作为一年级学生，他不得不每周花一天时间与鲍里斯·埃梅特教授(Boris Emmett)一起拜访旧金山海湾区的公司。在访问过程中，他能够看到公司的实际运营情况，更重要的是可以向管理者提问，进而了解公司的优势和劣势。此外，因为费雪要给埃梅特教授开车，从而途中他能够更多地听到埃梅特教授关于公司的深刻见解。

随着时间的推移，费雪具备了识别有着卓越管理且潜在增长超过目前速度的优质公司的能力。(在早期的概念中"增长型公司"尚未被金融界提出。)他也学会了销售功能对于良好经营的重要性。如果要控制自己的命运，仅有辉煌的发明和高效率的制造是不够的，公司需要有信任它们产品价值的客户。更重要的是，公司必须能够卖出它的产品，也必须意识到分析不断变化的需求和客户的愿望，并及时采取措施——换言之，这就是市场营销。

了解公司业务

1928 年夏天，他作为统计师——或用现在的话来说是股票分析师——加入独立的旧金山银行(San Francisco bank，后来成为克罗克国家银行的一部分)。* 他的任务是调查新债券发行中的"不诚信"问题，该银行成立了一个实质性的委员会来处理这方面的问题，但这并不适合他的口味。被卖出的债券从不进行评估，客户是根据"报告"来说服购买债券的，这种报告很肤浅，大部分内容是抄袭穆迪公司(Moody's)或标准普尔(Standard and Poors)的。

1928 年秋季，费雪被允许真正承担一些无线电股票分析业务，他拜访了几个无线电设备零售点，并寻求产业内三个主要竞争对手的意见。让他感到惊讶的是结果高度一致，当时股票市场特别喜爱的公司竟然被公司客户视为最差的公司，另一家受欢迎的 RCA 公司则持有它自己的股票。然而 Philco 公司是明显的赢家，它有优越的经营模式，这是赢得市场份额和高效率的关键。他调查了来自华尔街分析师的关于客户眼中第一家最差业绩公司的负面评论，但无法找到一个有关公司遇到麻烦的字。"这是我的第一个教训，它后来成为了我基本投资理念的一部分：阅读公司公开财务记录远不足以证明投资合理，明智投资重要步骤之一是必须从最熟悉业务情况的人那里了解一家公司的业务。"[3]

---

* 如果没有在该银行的工作，他计划第二年返回斯坦福学习。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融放荡(Financial orgy)

费雪有一个近距离观察1928年至1929年期间“难以置信的金融放荡”[4]的席位：

> 从1929年开始，我越来越坚信，不健康的剧烈热潮……基于我们“新时代”令人诧异的理论，股票连续攀升至更高的价位，由此得出结论，未来每股收益将年复一年地上涨被看成是一件理所当然的事。[5]

1929年8月，他写了一份报告，在报告中他预言未来6个月内将见证四分之一个世纪中最大熊市必将开始。虽然判断正确，但他像本杰明·格雷厄姆一样，未能坚持自己的判断。“我还是陷入了市场的诱惑。”[6]他积攒了几千美元，并买进股票，这些股票看起来似乎仍然是廉价的，理由是它们还没有上涨。在选择这些公司的过程中，他并没有向知道它们产品的人或公司员工进行咨询，到1932年，他的股票市值只剩下原来投入本金的很小一部分。

费雪决心从他的经验教训中学习：“傻瓜和精明的人之间的主要区别是聪明人会从自己的错误中吸取教训，而傻瓜从来不会”[7]。一个教训是相对历史市盈率的低价格并非价值的担保人，投资者需要的是相对未来几年盈利的低价格。他开始想办法准确地预测从现在开始的几年内公司的盈利状况(在相当广泛的范围内)。

糟糕的开端

在他22岁的1930年，费雪加入了一个区域性的经纪公司，并被要求寻找适合购买或卖出的股票及其特征。在这里，他可以着手研究他认为需要的技术。8个月以后，公司成为了另一波经济衰退的又一受害者，公司因旧金山证券交易所破产而被暂停业务。与其做一个文书工作，不如成立他自己替客户管理投资的费雪公司，但很遗憾他没有得到客户的青睐。

几年来，他在一个小小的、没有窗户的办公室里极其努力地工作。到1932年，公司每月的净利润仅为2.99美元，但到1933年就有了1 000%的改善——每月的净利润29美元！“我的期望很高，但在金融界我一无钱财，二无地位。”[8]费雪最大限度地利用各种机会磨练他的投资理念，并拥有了一个高度忠诚的小客户群体。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

优质公司

对企业的调查目的在于发现一些关键的特质：优秀的员工、保持强有力的竞争能力、短期运营和长期规划妥善衔接、有足够的潜力维持新产品线生产能力的多年持续增长。他尝试一些“快进快出(in and out)”投资(面向短期盈利的交易)，但他发现这是一项既费时又分心、回报很少的投资活动：

> 我考察了很多“快进快出”投资者，其中包括一些做得非常杰出的人，我知道，连续成功三次以后第四次更可能在灾难中结束。多次购买比分散购买同等数量的多家有前途的公司股票并长期持有的风险要大得多。[9]

他下定决心将他的天赋和精力限制在长期视野上，旨在取得长期重大收益。

反思时期

第二次世界大战期间的三年半时间里，当费雪在空军做案头工作期间，投资业务被迫“搁浅”，这使他有足够的时间来检讨过去十年投资的成功和失败。正是在此期间，他的投资原则被凝练成一个完全不同于投资学界普遍接受的方法。他热衷于运用新的理念，并开始密切关注化工行业。他总结道，化工行业将在战后时期经历非常快速的增长。离开军队以后，他试图找出最具吸引力的大型化工企业，他与了解这个行业的任何人进行交谈，包括分销商、化学教授、化工厂建设者和许多有可能说出化工企业特征的人，并使这些涉及管理、竞争条件、创新和发明的信息与财务数据分析相结合。到 1947 年春季，他把投资组合选择缩小到了一家公司——道氏化学公司(Dow Chemical Company)。

什么是优质公司？

他作出购买道氏公司股票决策的推理过程为我们提供了一些优质公司关键特性的领悟：

> 当我开始接触道氏公司各种各样的人时，我发现已经出现的增长在各个管理层面均创造了一个真正令人激动的场面，公司的每一位员工均对未来发展充满信心。在第一次与公司执行官交谈的过程

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中，我最喜欢的问题是：你认为公司面临的最重要的长期问题是什么？当我向道氏公司总裁提出这个问题时，他的回答令我印象非常深刻："为了满足公司扩大规模的需要，需要保持非正式关系的融洽，使处于公司不同层次的人和不同部门之间可以连续以完全非结构化方式互相沟通，且不会导致管理混乱，同时，公司将抵御强大的压力，使公司变为准军事化的组织。"我发现自己完全赞同公司的某些政策。道氏公司把自己的业务限制在化学品的生产上，即要么是或有理由成为本行业最有效和更大规模的生产者、有更好的化学工程与对生产更深入的了解，要么是其他一些原因。道氏公司深深认识到，为了保持领先，必须进行创造性的研究。道氏公司十分重视"人的因素"，尤其是具有在早期辨别人的非凡能力的意识，将道氏公司特有的政策和程序灌输给他们。如果发现看似聪明的人没有做好工作，公司将努力给予帮助，给予他们尝试其他可能更适合他们特点的工作机会。[10]

市场悲观情绪对投资者有利

第二次世界大战后，世界对股票市场的前景普遍感到悲观，客户要想取得良好业绩非常困难。民众普遍担心战争之后将伴随着经济衰退，就像过去发生的情况一样。随着不祥预感的增强，股票价格下跌，但企业却运营良好，盈利上升。啊！悲观主义者说，经验表明，紧接着战后盈利增长的将是企业破产。但时间一年年过去了，企业盈利持续增长，内在价值继续上升，但股票价格却被悲观预言家所抑制，许多公司的清算价值远远超过其总市值。费雪抓住了这一机会，他能够正确看待持消极看法的人群，他把重点放在具有良好长期前景的优秀企业上。实际情况证实了他的观点(在 1930 年代提出的)：市场具有走向极端和非理性悲观的倾向，市场的极端悲观情绪对投资者有利。

多样化程度低

整个 1950 年代和 1960 年代，费雪公司的最大客户数量只有 12 个，但他的回报是最好的，这一基金业绩"明显领先于市场整体"[11]。

他相对较少地持有股票种类，把相当大比例的资金投入到不知名公司。例如，1955 年，他买了两只被普遍认为是具有高度投机性的股票。它们是小公司，并以技术研发为导向，它们不为保守投资者或大机构所关注。"一些人批评我把风险基金投入到一个小'投机公司(speculative company)'，他们认

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为这必将受到企业巨头竞争之苦。”[12]但这两只股票呈交了“壮观”的业绩，它们的名字是得克萨斯仪器公司（Texas Instruments）和摩托罗拉公司（Motorola）。

固守你所了解的

在1960年代，即使是在积累了几十年经验以后，费雪仍然会作出错误的投资，但这不包括他真正理解的行业。他就如何评估为工业品市场提供服务的制造企业以及为制造商提供服务的技术领先公司提出了一个全面的知识体系，他知道如何评价它们的优势以及可能的陷阱。

分析表明，消费产品公司的评估需要不同的技能和知识集。这同样适用于房地产、矿业或传媒业。要真正了解究竟是什么基本经济力量在起作用，每一个行业都是困难的，很少人具备理解超过一个或两个部门所需的天才素质："一个分析师必须学会限制他或她的能力涉猎范围，好好地照顾手头上的羊”[13]。

信任股票，但要谨慎

1980年，在反思一生的投资得失时，费雪指出：1960年代可能是个例外，在不到10年的时间里，普遍看法是普通股投资是愚蠢的，因为许多因素超出了管理层的控制范围，这些因素过于强烈，以至于他们无法控制公司的命运。然而，在每一个十年中都存在购买股票的收益率达到百分之数百这样的美好机会。在这几十年中，当处于下跌趋势时，即使是当时的“投机宠儿（speculative darlings）”也可能成为灾难的陷阱，“对于那些盲目跟进的人群，应该花时间真正了解他们正在做的事情”[14]。对于那些致力于了解事实的人来说，未来的10年同样将给他们壮丽的机会，如果他们不知道杰出投资的重要原则，也将面临同样的陷阱。旨在寻找不费心思又简单的选股方法的人其财富之路将充满危险的诱惑。本章其余部分（实际上是整本书）将帮助投资者走向成熟，避免被诱惑所卷入。

费雪投资方法的关键要素

费雪花费了大量时间驾车奔波于有关公司，与管理层和其他有识之士就有关行业和公司进行交谈。他致力于寻找感兴趣的真正优秀公司的线索：它持续多年有引人入胜的盈利增长可能性；它具有能够创造机会和避免危险的卓越管理；它既有技术领先的时刻，又有持续创新的能力，并始终保持其领先

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

优势。如果一家公司具备这些品质，那么，对其股票的投资即为“博南扎投资(investment bonanza)”[15]，并且可以在其后的几年时间内获得数倍投资收益。“投资者永远不应该对10%～20%的小幅上涨感兴趣，而应该对一段时期内接近10或100倍的上涨感兴趣。”[16]

集中力量

要找到优质公司需要付出许多努力和集中精力。费雪选择投身于对以技术研发为基础的公司进行研究。然而，费雪的追随者不必局限于这一领域，其基本原理也适用于任何部门。对于投资者而言，关键是要了解所选择的领域(行业)。

> 最重要的是对所选择的行业有充分的了解

就费雪而言，股票投资必须持有多年甚至数十年。拥有很高积极性和干练管理层的一家伟大的公司必定能以持续增长方式超出常规投资者的投资期限。

内幕消息

费雪分析方法最关键的原理如图5.1所示。内幕消息是一个大家共同面临的因素，费雪正是通过内幕消息去揭示一家公司从管理层品质到技术研发有效性等方面的重要事实。

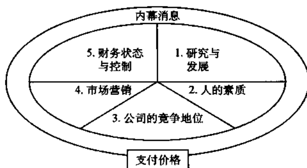


图5.1 费雪分析的关键要素

在研究公司的过程中，商业情报网是获取内幕消息的途径，必须对来自公司利益相关者的观点和意见等信息进行甄别，公司利益相关者包括：客户、员工、前员工、竞争对手、供应商、学者、行业协会官员、行业观察员等等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“内幕消息”是一件不寻常的事情。令人诧异的是业界每家公司的相对优势和弱点的准确情况可以从那些有代表性典型意见的人士那里获得，他们关注任何特定的公司。大多数人，尤其是如果他们确信他们的报价没有任何风险，通常他们乐意谈论他们的工作领域以及他们的竞争对手。假如前往某一行业的五家公司调查，对每一家公司询问关于其他四家公司的优势和劣势的问题，十之八九将了解所有这五家公司的非常详细和准确情况。[17]

供应商和客户也可以提供启发性的观点，正如竞争对手提供的一样。它们还提供了一种交叉检查的手段。企业管理者的品质也将呈现出来，形成的印象可通过与以前的员工交谈而得到加强。然而，在征求意见时，需要十分小心，以确保这些补充与事实相符，因为来自于这些信息源的看法可能会受到怨恨情感的影响。尤其重要的是，必须消除信息提供者的疑虑，保证永远不暴露他们的身份，分析师必须严格遵守这一规则。特别是，行业从业人员（如公司在职员工）更需要得到这种保证。如果对分析师遵守保密规则的能力有丝毫怀疑，那么，他或她将根本听不到不利的意见。

要求通过内幕消息收集的每一组数据与其他每一组数据相符是不可能的，没有必要对此担心：

对于真正优秀的公司，信息优势是如此明显，即使是一般投资者也能够分辨这些公司中哪些能引起他足够的兴趣，并需要着手下一步的调查。下一步的工作将是与公司员工取得联系，并尝试补充了解一些不足的信息，这些不足的信息仍然困扰投资者的判断。[18]

研究与开发(R&D)

研发管理

费雪感兴趣的公司类型是那些拥有强有力的和有针对性的研发能力的公司。仅仅考察公司公布的研究与开发经费数额是不够的。公司之间研究与开发费用的统计口径差别很大，因此，简单公布的数字无法给予确切的指导。此外，在研究计划（那些管理良好的研究项目）上每1美元的投入将获得2倍的最终收益。通常，技术进步并不仅仅依靠几个独立研究的天才所取得的引人注目的突破。相反，新产品和新工艺是由许多训练有素的个人协同努力的结果，每一个人都有不同的特长，成功的关键在于各自的技能及项目负责人对复杂任务攻关的统筹能力。有些公司操纵研究人员的工作，以使他们面向共同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的目标，但其他人则遭受困惑和士气低落之苦。内幕消息可能有助于识别更好的项目。

将生产和销售联系起来考虑

必须将研发项目与生产和销售队伍统筹起来考虑。在三者之间缺乏有效关系的情况下，可能会发现：新产品的制造成本可能不便宜或者无法吸引客户，从而妨碍销售工作。在激烈的市场竞争中，竞争者将致力于找出优秀研究团队的破绽，他们可能会发现该公司研究团队与生产和销售队伍之间合作关系很差。

稳定性和长期焦点

作为创新和创造性工作所需稳定环境的提供者，最高管理层的理解是有效研发的决定性因素。必须具有长期的视野，在好年景盲目扩张和在差年景缩减研究与开发投入的做法都是不明智的。如果一家公司是这样反复无常的话，除了研发费用上升以外，高水平研究者也不愿意加入或继续已有的研究。应急计划将迫使研究者放弃长期项目研究，而致力于高级管理层喜好的短期项目，这对于新产品开发将是破坏性的，并将打击研究人员的士气。频繁放弃在两三年的短期时间内没有良好现金流回报产品的研究，这种做法具有很大破坏性。

必须关注长期前景

关注长期记录

费雪致力于寻找拥有能源源不断产生利润的新产品的公司，这种公司"未来很可能同样会如此富有成效，只要它继续坚持这种做法"[19]。必须小心控制和协调一整套复杂关系，同时不能过度支配研究人员和扼杀他们的能动性和智慧。

一旦现代技术产品被开发出来，管理层必须提出一个取代现行生产线的计划。现在，拥有优秀产品的公司如果没有制定合适的进一步发展政策，就不可能在超过 10 年或者 25 年的投资期限内提供一贯的博南扎投资预期收益。管理层绝不能满足于一时的高盈利增长，而应该致力于持续不断的改进老产品和研发令人振奋的新产品。

组合产品研发

最好结果的投资是对那些具有良好研发能力、且新产品与现有产品之间存在密切关联的公司进行投资。优质公司往往拥有好的研发活动，这种研发活动不是孤立的，新产品是基于核心技术衍生出来的新分支。如果一家公司研发的新产品与现有技术和产品无关，那么，其研究、生产和销售就不可能有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

效率，也难以形成一个资源优势突出和共享的公司。

人的素质

投资者应该只关心那些由具有杰出管理能力的人控制的公司。费雪认为素质一词包括四种不同品质，如图 5.2 所示。

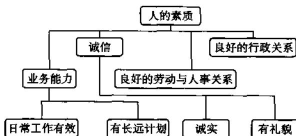


图 5.2　人的素质

业务能力

业务能力包括两种不同类型的技能。首先是处理日常业务工作的效能。管理层应不断寻求和找到具有更高效率的方法，这种不断改进将影响到数百种不同的业务事项，从工厂布局到与供应商谈判所采取的立场，至关重要的是经理人必须拥有优秀的业务管理才能。

优秀的经理随时准备承受作为先驱者可能遇到的风险。值得看好的公司往往从事独创性与实用性相结合的先驱性项目。无论公司员工多么能干，无论他们的创意多好，失败有时仍然会发生，尤其是当他们从事的是最前沿技术工作的时候。投资者和管理层需要有豁达和坚毅的态度接受可能出现的失败。优秀的管理层将失败视为改进进程中的一部分，不会责备那些给他们带来最好结果抑或偶尔失败的人。如果一家公司不愿意冒险而只是采取跟随策略，那么，它最终将成为来自更具冒险精神的竞争对手的受害者。

长期规划

为了保持日常运作的高效率，优秀的管理团队必须制订一个保持竞争优势地位的计划，为未来的长期繁荣做好准备。管理层需要有科学筹划未来的才能，以确保公司未来业务增长处于有利地位，避免冒过度的风险。费雪指出：许多公司拥有既善于日常事务管理又擅长长期规划的管理层，对于真正成功的企业而言，这两者都是必要的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

> 公司的所有设想和规划都必须适应目前正在承受的挑战——这种挑战不是偶尔出现的，而是一次又一次反复出现的……在革新的过程中，为了适应不断变化的环境，必须承担某些风险，不能因为某些做事方式方法在过去效果很好，或成为了神圣传统，或为了工作便利，而不敢或不去改革。在行为上死板的公司不可能挑战自我，这样持续下去的出路只有一条，那就是消亡。[20]

开明的利己

管理层是否对长期利益给予足够关注的衡量指标是，在何种程度上他们决心在当前创造高利润，即使意味着对未来回报的损害。许多公司似乎克制不住在每一会计年度都报告最高利润的冲动。为了增强商誉进而形成长期持续的利润优势，具有长远视野的公司将不惜牺牲当前和短期利润。为了从供应商那里取得最好的保障，有些公司在谈判和构建良好关系的过程中，表现出非常强势甚至咄咄逼人，也愿意为此付出更多的努力，这样，当遇到麻烦时，可以确保可靠的原料或零部件供应。

与客户的长期关系也非常重要。当客户处于弱势地位时，即使环境得到了改善，那些试图从客户那里挤出最后一枚硬币的公司最终也难以如愿。当靠得住的客户遇到一个意想不到困难时，如果公司努力帮助其克服困难并承担额外的费用，这虽然可能会降低公司下一年度的利润，但却可以提升公司未来若干年的盈利能力。有远见的管理层将乐于减少短期利润，如果这样做有助于新产品和新工艺的开发，并构建更好的商业前景的话。

因为幸运而得以可能与因为有能力而幸运

费雪指出，几十年来持续高增长的公司可以分为两类：第一类是所谓的"幸运而得以可能的"，第二类是"因为有能力而幸运的"[21]，为了防御来自竞争对手的强大冲击，这两种类型都需要有一个非常能干的管理团队。美国铝业公司(Alcoa)是一个很好而得以可能的公司例子，其创始人是一群能力出众并信任产品的人。然而，幸运的是，他们选择了一个在 20 世纪有着巨大增长的行业，新的发展对市场需求的增加超出了创始人的想像。当然，经理人必须持续展示其驾驭趋势并不被竞争所击倒的高超技巧。然而，如果没有不断开辟的新市场(大大超出美国铝业公司对发展的控制能力)，公司的增长速度不可能快。"美国铝业公司很幸运地在一个比其早期预想要好得多的行业中找到了自己的位置"。[22]

杜邦(Du Pont)是一个因为有能力而幸运的例子。它原来从事黑色火药的生产，但后来它转向了一些新的重要工业领域，如尼龙、玻璃纸、透明合成树

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

脂等。管理层通过创新和重组创造了繁荣的机会。他们一再扩大和增强基本业务能力的同时，积极进入相关领域，以进一步提升增长的可能性。他们表现出了很好的聪明才智和足智多谋。

这两个因为幸运而得以可能和因为有能力而幸运的公司，都是很好的投资对象。识别它们的关键是其管理是否是杰出的和连续的，如果不是这样，销售增长将逐渐停止。

股利政策

股利政策是衡量管理能力的另一个指标。管理不善可能导致现金闲置数量远远超出公司目前和未来的资金需求。拥有大量现金的公司至少在短期内不太可能破产，这对管理者的职业安全最有利，但它未必是对股东资金的最优应用，将这些资金投资于其他公司也许能够获得更高的收益。

能力差的管理层也可能为了投资其他并不合适的项目而留存盈利。例如，为了使管理领域越来越大，他们可能会寻求扩大现有效率低下的业务规模，管理层这样做有可能得到更高的工资。如果用于扩大规模的资金收益率至少与股东投资于其他风险领域的收益率一样高，那么，这样做很正常。更常见的是，管理层并不会这样去考虑，而是将本属于股东的资金保留下来。

另一方面，也有不少公司选择将大量盈利回报股东。如果公司有一系列将会产生高收益的优秀项目，那么，如果经理人增加分红，就像是一个农场主"匆忙地将他的处于快速生长期的牲畜推向市场那样，他把它们卖了，而不是进一步饲养它们，以便到能够获得相对于成本可以得到最高价格的那个时候再出售。现在，虽然他获得了一些现金，但付出了可怕的代价"[23]。对于许多公司而言，合理的策略是在短期内不支付任何股息，保留所有的利润，并投资于所有可获得的、有价值的项目。由于费雪只对有能力持续推出新产品的高增长公司感兴趣，因此，他希望公司实行不分红或低红利政策。因为就其性质而言，这些公司需要进行利润再投资，以便获得更多的利润。

诚信

投资者需要得到那些受托运营股东资金的人具有诚信品质保证，其中包括诚实和个人尊严。学者们认为股东和经理人之间存在信息不对称——管理层总是更了解业务，获得更多的信息。即使没有触犯法律，承担公司实际控制人角色的经理人也可能以牺牲股东利益的方式为自己牟利。投资者真正保护自己的唯一方式是使公司有一个强有力的托管制度和有道义责任的管理层。如果他们对公司高管有任何疑虑，那么，这样的公司不应成为投资对象，即使通过了其他指标的考察，且表现出很强的吸引力也是如此。在这个问题上，内幕消息变得十分重要，如果你不与他们直接交谈或是向了解他们的人听取意

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

见，你如何从别处了解 CEO 和其团队成员的品质呢？

应对利空消息

明智和诚信的管理层从不隐瞒利空消息。这些消息可能会使管理层非常尴尬，并引起股东的关注，但他或她有这样的优点是非常重要的。他或她应该把利空消息及时公开，并振奋精神提出有利的发展对策。沃伦·巴菲特提供了一个极好的例子——波克夏·哈撒韦公司在 1999 年度报告中诚实报告利空消息：

> 首页的这些数字显示我们 1999 年的结果很糟糕。与标准普尔比较，我们的绝对业绩表现最差，相对业绩表现最差以及……甚至克劳西欧探长(Clouseau)也能发现去年有罪的一方：你们的董事长，我的表现让我想起了我担任四分卫时的 4 个 Fs 和一个 D 的成绩单，但我有一个通情达理的教练。他懒洋洋地说："儿子，我认为你在那个科目上花费了太多时间。"我的"那个科目"就是资本分配，1999 年我最稳妥的成绩是 D。(注：这一版权材料的转载得到了作者的许可。)

一般的情况是，具有最好未来前景且管理优异的公司都会定期报告自己的失败和遇到的挫折。在一个充满活力的商业环境中，意想不到的困难、不断变化的需求和新产品开发的失败随时可能发生，致力于创造长期增长前景的公司必须把握好各种机会。精明的投资者心中有数，如果他们相信管理层有能力赢得竞争，而且管理层能够坦诚说明可能遇到的困难和问题的话，他们不会将该公司的暂时挫折视为不利因素。

如果投资者存在对管理层"嘴巴很紧(clammed-up)"的怀疑，那么，这应被视为一个警告信号。公司可能没有找到解决问题的行动计划，也可能是存在恐慌情绪，还可能是管理者对股东的态度傲慢或者没有意识到应该及时向股东报告的责任。

良好的劳动关系和人际关系

投资者需要得到的保证是，公司管理层对员工的需求是敏感的，员工被善待，他们感觉有尊严并得到体贴。关于员工重要性的表述在许多公司里都有很好的名言(如"员工是我们最大的财富")，但这仅仅是管理层希望表达的陈词滥调，并非他们真正想做的。在这些公司内部，管理层显然对人与人之间的相互影响已经没有多少责任意识或关心普通员工的兴趣，在追逐销售额和利润的理念驱使下，他们被视为可有可无，随时可能被解雇，管理者无视随意决

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

策对员工家庭和团队的影响，不作出认真努力使员工感到作为公司繁荣的未来远景目标实现的一分子。

为忠诚度付出是值得的

在一个好公司里，为了创造一个良好的工作环境以及良好的工作感受，通常会自觉地作出持续努力。如果公司员工具有高忠诚度，那么，它就有巨大的竞争优势、更高的生产效率、更低的成本费用以及长远发展的意愿。当然，高品质的人际关系也需要有相关的附加投入。

必须花时间进行充分的沟通并采取必要的行动，以解决可能存在的冤情。必须将养老金和利润分享计划设置在合理而慷慨的水平，工资标准也应该高于地区的平均水平。但糟糕的人际关系需要支付的成本远远高于此，不仅要付出很高的员工更替招募和训练费用，而且，当人才跳槽(通常是竞争对手)以后，它对公司的破坏性和对士气的打击很大，其长期负面影响的成本是显而易见的，而背后隐藏的是数百名员工人心不稳、消极地工作。正是这种成本，虽然难以衡量可能失去的销售和产品开发机会，但它足以使一家公司破产。

内幕消息可以用来衡量在一个产业领域或相近公司内员工与雇主的感情，以及作为一个好雇主的公司商誉，同时可辅以量化数据，如员工更替率或申请公司岗位的求职者名单数量大小。

良好的行政关系

公司 CEO 与其顶层团队的管理层成员之间必须有相互信任的行政氛围，这些高级管理者必须致力于创造一种合作、智慧和努力都能得到尊重和奖赏的环境。快速增长型公司表现出高风险，这可能导致局势紧张、工作摩擦和偶尔的相互埋怨。如果这种情况不能有效解决，优秀管理人才很可能会选择离开，或者，即使他们留下来，也不会尽全力工作。

职位和薪资晋升必须根据业绩而不是宗派主义。高层管理者的亲属不应该比能力更强的其他人优先得到提升。应定期检讨薪资政策，以确保他们有竞争性，同时使管理者不会产生必须增加薪金的感觉。

除创业初期以外，一家经营良好的公司很少需要从外部招聘管理者。最好的公司有一系列做事的政策和方式方法，这些文化、程序和相关因素往往是形成公司竞争优势的关键资源。已经习惯了不同处事方式的管理者很难通过再培训来适应公司的管理文化，公司致命性缺陷的一个糟糕信号是该公司正在招聘一名来自公司以外的 CEO。

投资于一家由一个关键人物决定其成功与否的公司是相当危险的。年轻公司的驱动力可能是创业者的个人人格，然而，这些公司不适合博南扎增值投资。但这些公司最后将到达一个错过机会的阶段，除非它致力于深度开发自

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

身的优秀管理层。优质公司有一个致力于长期增长、崇尚权力下放、身边有优秀管理团队支持的行政长官。

为实现明确设定的公司目标，公司内部各战略业务单位的负责人应展开有效合作。一个重要的目标是识别和培训有积极性和天赋的初级管理者，使之不断成熟并在必要时最终接替长者：

> 从公司最顶端往下，如果每一层级的管理者均没有获得与其履行职责和个人能力相称的真正权力，那么，就像被囚于笼中的年轻健康动物一样——英雄无用武之地。他们不能行使职责，不能拓展自己的能力，因为他们没有足够的机会来运用它们。[24]

如果下级部门在作出决策的过程中不断受到高层的干涉，必将产生两个不利的后果：第一，当细节成为决定性因素时，高级管理者将会犯错误；第二，有能力的低层管理者无法得到锻炼的机会，最终，持续增长将受制于缺乏有经验的管理人才。一个好公司将尽可能创造和引导员工发挥"活力精神（vivid spirits）"的能量，鼓励下属提出改进建议，而且，这往往是一些名副其实的金点子。企业家精神必须渗透到整个组织中。

再次，在这个问题上，内幕消息是主要的信息来源，一种有启迪作用的统计数据是公司高管与其下属之间的薪资差距，如果这种差距非常高，那么，这将是一个危险信号。

公司的竞争能力

一家优质公司往往具有"在可以预见的未来，有能力创造高于平均水平利润的某些固有的特性"[25]。费雪致力于寻找那些在行业内能够一贯成功地做事的公司，他从未忘记运用道琼斯博士关于公司的意见："在选择做一件事的时候，如果你不能比其他人做得更好，那么，你根本就不应该做。"[26]鉴于持有公司股票所固有的风险，你只应该将资金投入那些同时拥有强烈竞争精神和强大竞争力的公司。

保护蜜罐

有着高额利润的公司往往会吸引其他公司的注意力，它们开始关注市场细分，就像"打开一个由欣欣向荣的公司所拥有的一罐蜂蜜，蜂蜜将不可避免地吸引一群饥饿的、一心想吃掉它的昆虫"[27]。该公司必须找到一种保护其蜜罐的方法。一种方法是通过完全垄断。费雪的告诫是不要投资于这种类型的公司。大多数垄断局面最终将被行政当局取缔，即使是那些被监管机构忽略

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的公司也有可能突然崩溃，因此，它们不是安全的投资。

避开昆虫的最好方式是让当前和未来的竞争者感到该公司的效率是如此之高，以至于参与竞争将是徒劳的尝试。在这里，暗示的威胁是即使它们竭尽所能，它们的最好结果也不过是取得与该公司同样的产出效率，但它们必须承担巨大风险，最严重的将是面临一个毁灭性的价格战，这将使它们的股东对这个不理性的策略感到愤怒。

规模经济

规模经济是竞争优势的潜在来源。费雪非常了解这一点，并致力于寻找拥有这种优势的公司。但是他说，通常，当组织规模变得更大以后，营运成本的好处将会被额外的官僚中间管理层所产生的低效率所抵消，高层管理者与庞大的分支机构之间越来越孤立，决策被延迟或被错误执行。

我们通常发现，一个行业中最大规模公司的最大优势往往不是体现在制造业务方面，而是在市场营销方面。费雪特别关注这一点。如果公司在新产品开发或服务方面领先，并且具有很好的市场营销、服务和产品改进支持，那么，它可以建立"这样一种气氛，即新客户将纷纷转向领先者，因为领先者已经建立了这样好的业绩（或合理价值）商誉，没有人会批评买方的选择是愚蠢的"[28]。当一家公司成为了某领域的领先者时，只要其管理仍然有效，那么，它就不大可能被取代。购买一个行业中规模排名第二或第三的公司股票的策略是一项明智的投资策略，因为它们有可能取代领先者的位置，而领先者则只可能是往后退位，费雪推崇的这一策略并没有被实证证据所证实。一个天性有动力的领先者，有前瞻性警惕的管理层更可能看到和应对可能面临的挑战，而不是屈从于它。

多重竞争优势

有些公司拥有生产成本低、知名品牌以及一系列其他关键资源优势，这些公司往往竭尽全力打击那些讨厌的昆虫（竞争者）。在 1970 年代，费雪喜欢将汤羹生产商坎贝尔（Campbell）作为案例。通过规模与后向重组整合，它降低了成本，而致力于扩大产品知名度的宣传、将零售商店开设在最显眼的位置和最大的展示区域，又扩大了其营销费用，最终其汤羹罐头的营销费用超过了 10 亿美元。

隐含的优势

竞争优势可能不是来自公司的核心业务。例如，在一些零售领域，卖出商品的基本业务只为公司提供同等的竞争地位，而没有更多的优势。提供给公司竞争优势的可能是公司在处理房地产问题方面的技能，例如，租赁水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

专利

专利可以提供短期和中期竞争保护。费雪谨慎地关注这一点："在这个技术诀窍越来越普遍的时代，通过其经营领域的专利保护，大型企业可以享有一小部分利益。专利通常只能封锁少数几种技术方法，而无法对能够达成同样结果的所有技术方法进行封锁。"[29]他认为，为保持竞争力和取得长期成功，公司需要在技术上采取其他形式的保护。这些保护包括生产技术诀窍、销售和服务机构的特质、公司商誉和客户关系资源。"事实上，当大型企业主要依靠专利保护来维护自己的利润率的时候，这更可能是一个投资处于疲软状态的信号，而不是处于强势状态的信号。专利不可能无限期起作用，当专利保护不再存在的时候，公司的盈利可能遭受严重打击。"[30]

科学的融合

专利的另一项优势是它能把一门以上的科学知识融合在一起。如果你能找到一家在两个技术领域领先、而且两门学科之间相互影响的公司，那么你可能已经找到了一个博南扎投资机会。

商誉和相对规模

一个优秀的营销团队可以在它的客户中创造一种让回头客下意识地指定其产品的习惯，竞争对手要想削弱这种地位将非常困难。对于占主导地位的公司而言，为了达到这种地位，必须做大量的事情：第一，要建立高品质和可信赖的商誉；第二，确保客户认识到它的生产过程需要有高品质和可靠的投入，这样它才不会冒险购买劣质产品；第三，确保竞争对手只占有小部分市场份额，并使你的品牌成为该类产品的代名词。

为了谋求利润最大化，产品成本只能是客户投入成本的一小部分。这就意味着采用不知名供应商提供的低价原材料制造竞争性产品将只能节省很小一部分成本，但这种产品的高故障风险将严重影响到客户的选择。

最后，最好是存在这样一个市场结构：那里有许多小客户，而不仅仅是少数几个大客户。如果这些客户非常专业化，那么，所有都好办，因为占主导地位的公司可以使其营销和分销与客户的需要更好地结合，从而形成更密切的联系和人际关系，以及更有针对性的市场营销（如销售人员投入精力帮助客户找到解决问题的办法）。所有这些重要的特征会让潜在竞争对手感到无法效仿，主业技术转移或公司效率的下降将使其失去所持有的蜜罐。

不过度逐利

拥有很强竞争能力的公司必须意识到短期内过度逐利的危险，不应追求过高的资本收益率。可观的利润产生了一种不可抗拒的诱惑，促使大量敢于冒险的公司尝试参与竞争并夺走一部分蜂蜜。费雪认为，能够持续维持比居

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于第二位的竞争对手的利润率高出 2%～3%，那么，“这足以确保它是一个相当出色的投资”[31]。

市场营销

投资者可能已经发现了一家有着激动人心的产品、由优秀人才管理并且远远领先于竞争对手的公司，但这还不足以确保投资成功。如果公司不能说服他人物有所值，再精美的产品也没有用，再强大的销售团队也无能为力。公司还需要有评估客户不断变化的需求和愿望的能力，并且能够根据这些变化迅速作出反应。换言之，公司必须拥有强有力的营销能力，应当着眼于使客户满意并重复购买的目标。费雪对多数分析师不关注这个问题感到惊讶，他们潜心研究会计数据、审查研究能力、研究经济环境，只因为市场营销能力难以量化，因而它在很大程度上被他们忽略了。

在这方面，内幕消息特别有用，竞争对手和客户对销售组织的相对效率很可能有明确的意见——且他们很可能非常愿意与人分享。“瞧瞧你周围的那些已经被证实为杰出投资的公司，尝试找到一些既不积极分销也不能持续改进的销售组织。”[32]

财务状况及其控制

什么是利润率？

最好的回报来自于有相对较高利润率的公司。为了寻找一个行业中具有最高利润率的公司，分析师特别感兴趣的是未来而不是过去的利润率。有些公司拥有较强的定价能力，但这同时需要与保持不断下调成本的压力相结合，以维持其利润率水平。例如，新设备、新的生产方法和新的工艺不断地更新设计，这可以抵消工资上升的影响。“投资者应关注在降低成本和提高利润率方面的新设想所蕴含的智慧。”[33]

请记住，一些优质公司往往制定有一个深思熟虑的战略，这种战略在短期内维持较低的利润，以便具有更高的长期增长率。例如，在短期内投入大量的研究或促销经费。投资者不应该仅仅因为其短期利润率较低而回避这些公司。

利润和经济周期

费雪非常认真地区分那些利润率迅速改善的公司。有些公司的高增长是因为处于一个有利的行业环境中，其竞争力越来越强；而有些公司的利润加速增长是因为所在行业周期已经达到了高增长阶段，当整个行业处于景气周期的上升阶段时，即使是最差的边缘公司（marginal companies，要避免投资这些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关注长期利润率是明智的做法

公司)也显示出最快的利润增长。而具有最低成本、高质量公司的利润率变化并不会非常大。这就引出了一个令那些比费雪投资周期更短的短线投资者感到奇怪的结论：应当避免投资于那些在行业景气最好时期盈利增幅特别大的公司，真正有价值的优质公司通常在一个行业中表现出稳步改善和适度的稳定增长趋势。当行业景气度变差时，较差公司的盈利下降更加迅速、幅度更大。精明的做法是：考察若干年内的利润率，以帮助确定哪些类型的公司值得你投资。

增发新股

另一个重要问题是公司的股票再融资需求。“在可预见的未来，公司的增长需要有足够的股权融资，而发行更多股票的结果是否将大幅减少现有股东从这一预期增长中的受益?”[34]公司的现金加上进一步的借贷能力应为公司所有可利用的增值机会提供足够的资金，而不应该经常求助于公司股东。如果必须进行股票再融资，也需要事先仔细计算由于股权稀释所造成的负面影响以及收益增加所产生的积极作用。如果管理团队提供的数据是增加股权融资后每股收益增加很少，那么，我们可以得出这样的结论：他们作出的财务决策不佳或他们不能称职地充当托管人的角色。

细分成本和利润项目

成本会计制度也很重要。所有优质公司能够细分它们的全部成本项目，并准确、详细地列出每个运作步骤和每个独立产品线的费用。高质量的成本信息系统将使管理层精确地找到需要全力关注的经营环节和产品，以及具有最高盈利贡献潜力的那些产品。需要识别生产、营销和研发工作中低效环节之所在。没有高质量成本信息系统支持的管理层就像是一个有严重残疾的人。例如，依靠令人沮丧的不当竞争以达到维持最高利润定价政策的目的将几乎是不可能实现的，管理层不知道哪些产品需要付出更多的营销努力。最糟糕的是，“成功”的生产线和经营活动事实上在产生明显的损失。

投资者要想发现成本核算过程中的问题是非常困难的，因为所有公司都有专人从事这项工作。经理人之间的内幕消息将给你答案，只要他们能分辨这种成本核算系统是否能够胜任。

然而，详细数字的相对精度是很重要的，但这不多见。在作出有价值的评价方面，谨慎的投资者在这方面通常能够做得最好的不过是认识到科目的重要性以及他自己的局限性。在这一限度内，他通常只能得出一般性的结论：在大多数业务技能方面远处于平均水平

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以上的公司也很可能取得高于本行业平均水平以上的盈利。[35]

价格

信念和现实

股票价格走势会及时反映出财务评估的结果，但这些评估结果通常是主观的，且受到心理因素的重大影响。“这与美国现实世界中正在发生的事情之间没有什么必然联系。”[36]有些股票的价格受到投资者对正在发生事情的信念影响：这些信念与实际事实之间可能还有很大的差距。个别股票价格的上升和下降并不是因为该公司实际发生或将要发生什么，而是因为金融市场对将会发生的事情的共识影响到股票价格，无论未来盈利能力与现实的差距有多大，只要达成了共识就成为了可能。

市场操纵(Leading steers)

作为金融市场评价和基本事实之间差距的结果反映，股票可以以非常低或非常高的价格交易，并且持续存在很长时间。华尔街有一种“羊群效应(follow the leader)”，一些市场操纵者带领一大群远离理性轨道的投资者，主导市场的潮流和风格就像时装业一样。有时，错误行为是可以识别的。例如，当一家企业或一个行业的环境保持不变，但金融市场却以不同于此前的观点来关注同一个事实，如在早期阶段强调所有利好消息并大肆传播，但后来则强调以前被淡化的所有利空消息、存在的问题和疑虑，由此导致了从非理性乐观到非理性悲观情绪的市场变化。在 1990 年代末，许多科技、媒体和电信类股票深受这种市场情绪之害。

耐心和毅力

对于投资者而言，理性地等待股票价格回归的过程似乎是相当漫长，这可能是由于市场评估和决定企业成长条件之间的差距所致：“通常，有时是在几个月内，有时出现在更长一段时间内——泡沫将破灭”[37]。如果股价已被高估，那么，在接下来的股价回归过程中，经常出现的是股价下跌面临情绪化的压力，负面因素的影响被过分夸大，并最终导致以钟摆摆动方式的过低定价发生。

认真的投资者必须从市场混战回归到冷静地分析事实，然后，他将有可能找到一只被市场拒绝的、值得购买的博南扎投资股票。而且一旦购买，就需要保持耐心和自律。股市的负面形象必定由积极形象所取代，但这需要时间。“许多年前，我认识的一个优秀投资者告诉我：在股市中，好的神经系统比好的头脑更重要。”[38]

对这种耐心和毅力的回报是巨大的，对于那些在股票开始上升阶段不卖

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出的投资者更是如此。坚持持有的投资者将既受益于公司的盈利增长，又受益于市盈率的同步增长。由于股市的旧形象被改变，不断上升的市盈率往往是一个更重要的因素，它使投资者获得的满意收益比实际增加的每股收益更多。

市场剧变与应变(Zigging and zagging)

"投资领域最大的利润流向那些当金融市场方向剧变时能够正确地应变的人。"[39] 费雪的这一表述并不是鼓励投资者机械地采取逆市操作立场，至关重要的是，当投资者违背了多数人的看法时，他或她必须确认自己作出了正确的分析。如果分析是高质量的，那么，巨额利润就是可期待的。

注重短期盈利增长将使人误入歧途

以简单的市盈率比较依据进行投资将是危险的，即使未来几年的增长前景保持不变也是如此。举例来说：假设有 X 和 Y 两家公司，在最近几年，它们有相同的盈利，在未来 4 年内，它们的预期盈利将增加 1 倍，目前都以 20 倍的市盈率(PER)交易，而在同行业中没有盈利增长预期的类似公司目前正在以 10 倍市盈率交易。现在，假设我们向后推 4 年，假定投资者对于非增长型股票的定价标准仍然是 10 倍市盈率，X 公司在未来 4 年内的盈利增长前景超出过去 4 年的增长水平，因此，假如它的售价仍然是 20 倍市盈率，那么，其股票价格翻一倍。另一方面，Y 公司在开始阶段没有任何盈利增长潜力，那么，因为它已经成为了一个增长性差的股票，它现在将以 10 倍市盈率进行定价。尽管过去 4 年的盈利翻番，但现在其股票价格也没有任何变化。这给我们的重要启示是：投资者需要购买他们对未来数年公司盈利持续增长充满信心的股票。

高市盈率股票也可能是廉价筹码

如果预期盈利增长很高，且可以持续很长时期，那么，过去的高市盈率也是有道理的。但它并非总是如此，市场给予某些股票高市盈率完全是可预期的进一步盈利增长贴现的结果。如果目前的增长不仅仅是短期临时性增长，当现在的增长耗尽时，新的盈利增长具有可靠的来源，那么，这样的股票仍然可能被市场低估了，尽管它的市盈率大大高于市场平均值。一家对新的盈利来源开发有着深思熟虑规划以及妥善项目管理的公司，其市盈率很可能在 5 年或 10 年以上时间内高于市场平均，而不仅仅是在今天："这种类型的股票常常可见其未来盈利的贴现比许多投资者所相信的还要小得多。这就是为什么一些股票乍一看似乎估价严重偏高，可在仔细分析之后却发现是最大的廉价筹码。"[40]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

暂时的困难可能是利好

面临暂时困难的公司股票可以转变成博南扎投资股票。这类股票经常发生大幅价格下跌，只是因为市场讨厌不确定性。如果管理层表现出有能力在未来的几个月而不是几年内妥善应对短期出现的困难，那么，投资者可以利用这种波动获利。

不必要求精确

在估计未来盈利的时候，投资者需要持谦卑的态度，未来盈利永远不可能精确地表达出来——即使是最好的分析师也做不到。通常，最好的希望是能够得出一个非数学化的结论：盈利将“大致相同”、“小幅上升”或“显著上升”。投资者必须能够判断出是否会出现可观的增加，而试图说明未来某年将增加或预测某年将有大幅增加将是徒劳的。如果所有分析材料均已到位（高品质的管理、杰出的营销、强大的竞争能力、一流的研发等等），那么，爆发式增长迟早会出现。

> 面临暂时困难的公司可以转变成博南扎公司投资股票

避免做什么

拒绝投资出现错误的公司

费雪所指的博南扎公司一般从事开拓性的技术进步研究，而失败有时是技术进步过程中不可分割的一部分。其他选股者给费雪提供了收购那些相对过去平均失败率具有更高成功率的公司股票的机会。当盈利低于原先估计的时候，不知情的投资者倾向于抛售急剧下跌的股票：“一次又一次地，投资界的下意识共识是降低对公司管理层的评级，结果是当前年度减少的盈利通过放大效应将导致市盈率更低，股价往往达到极其廉价的程度”[41]。如果这些公司由特别有能力的人管理，那么，错误可能只是暂时的，未来他们对投资者会做得更好，把钱放在这里比投资于有跟风管理倾向、不愿承担开拓性风险的公司更可靠。

短线炒作

尽管费雪拥有丰富的经验，但他反对预测短期价格波动，进而通过利用股票的自我修正过程高卖低买而受益的想法，即：

对那些因跟风卖出仍然具有不寻常增长前景股票的投资者而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

> 言，风险仅仅是因为他们已经意识到了良好的收益和股票价格出现被暂时高估，当他们意识到自己错了并失去巨大的盈利机会时，这些投资者很少以较高的价格回购……我不相信通过一次又一次的交易累积的短线炒作可以比真正长期持有股票获得更多的利润。[42]

宏观经济预测

费雪同样批评那些依靠宏观经济预测确定投资时机的人，他认为他们"傻"。他把我们当前的金融知识状况（用于预测今后的发展趋势）比作在中世纪时期流行炼丹术时的化学。

只有在极少数情况下，当股市投机热情发展到荒谬的极端阶段时（如1929 年），宏观经济分析有可能预测到其发生的时机，但这种分析在 10 年中也许只有 1 年是正确的：

> 金融界始终如一地投入大量精力，以便找到利用随机和可能的一系列不完全的依据估计未来经济发展的方法，只要这些努力中的一小部分被成功运用到证实某些更好的机会是有用的，那么，这无疑创造了一个奇迹……投资者应该不予理会对宏观经济和股票市场未来趋势的这种猜测。相反，一旦合适的购买机会出现，他应该尽快投入资金。[43]

急躁

这是一个在本章前面以及本书其他地方反复提及的问题，这是一个普遍关注的重要问题。"如果巨额利润来自于投资，这就需要有耐心。换句话说，在事情发生以前，判断股票价格变化幅度往往比判断股票价格能维持多长时间更容易。"[44]

盲目跟风

"做其他人正在做的，而且是你几乎无法压抑自己欲望的事情，这往往是极其错误的做法。"[45]

对投资失败的股票"摊平成本"

人们很难接受由于自身原因所犯的错误。人所共知，为了避免一项投资的损失，人们往往会做出一个错误的选择：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者增加持有他不想真正持有的股票往往可能亏损更多，除非他们出于增加持股是“摊平成本”的原因。如果这些资金通过合适的再投资可能获得的利润高于补仓所减少的损失，那么，当认识到此前的投资错误以后，固执地通过补仓摊平成本的代价变得更加巨大。[46]

拒绝冷门股

一般情况下，投资者应当限于购买那些具有较高流动性和交易规范的上市股票，然而，经常发生的情况是许多交易量低的股票也具有足够的流动性，并且被感兴趣的投资者所控制。实际上，如果投资者把这些市场看成是希望找到良好投资对象的地方，那么，精彩的机会不容错过。

以先前的定价范围为依据评估股票的价值

以近年来的交易价格范围为依据评估股票的价值着重强调“没有发生什么特别的事，不必转移注意力”[47]。评价时的关键投入因素是主营业务对当前和未来业绩的影响，几个月或几年前发生了什么事对当前股票价格是不相关的。

投机者有时试图申辩他们是理性的，他们可能会说：“你看，多年来股票一直在一个价格区间交易，它应该上涨了”，其背后的逻辑假设是当特定股票趋势反转时，股票存在同等幅度的上涨，这只是一个时间问题。同样荒谬的是认为如果股价已经“大幅上涨”，那它不应该进一步上涨。过去的价格运行走势很少与未来相关。未来的增长取决于背景条件，至于它们是否已经反映在价格之中，回答这一问题的关键是你必须了解企业，而不是阅读股市图表。

创业公司

创业公司，特别是高科技领域的创业公司往往是相当诱人的，它们可能有一个令人振奋的新发明或居于一个有着巨大增长前景的行业前沿。通过购买这类公司股票而“早期入股”是非常诱人的尝试。费雪避免那些经营历史短于两年或三年、盈利历史少于一年的公司。他的理由是投资者必须能够评价公司运作主要职能（生产、销售、成本会计、研发、管理团队的工作等等）的质量，而这对于一个非常年轻的公司来说，要合理评价它是非常困难的，市场高级观察员关于这类公司的优势和劣势的评价也难以定论。诸如今后可能遇到的困难或竞争威胁等问题，我们只能是猜测。总之，这类公司根本不可能进行费雪

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

型分析，股票购买者因而只能是赌博，除非他们拥有高超的专业技能和知识。

过度分散投资

把鸡蛋放在过多的篮子里

大家都知道，把全部鸡蛋放到一个篮子里让人恐惧，很少有人考虑另一个极端的"祸害"。"把鸡蛋放在过多的篮子里的缺点是最终没有一个真正有吸引力的篮子，将鸡蛋放入它们中以后，人们不可能照料好所有的篮子。"[48] 费雪认为，令人震惊的是投资者被说服将资金投入到 25 只及其以上的股票，投资者或他的顾问极有可能把他们的资金投入到他们知之甚少的公司。结果是只有一小部分资金投向了他们充分了解的公司。"对于他们而言（更不用说他们的顾问），在没有充分了解的情况下购买股票可能比过度分散投资更危险。"[49]

一堆步枪（Stack of rifles）

他用步兵堆叠步枪来类比说明所需要的多样化程度。只有 2 支步枪的"堆垛"是不稳定的，5、6 支步枪的合适堆垛将是非常稳定的。"然而，运用 5 支步枪堆垛的安全性与运用 50 支步枪堆垛的安全性相同。"[50] 这种类比在一个方面是不充分的：需要堆砌的步枪的数量并不取决于步枪的类型，但投资组合中需要合理分散投资的股票数量却取决于股票的特性。例如，某些化学公司自身业务已经有相当程度的多样化——为不同市场、行业和消费者的需求服务。另一个风险降低因素是在何种程度上公司是由一个有广泛基础的管理团队而不是由一个人管理。在投资一些周期性波动的行业股票同时，需要将较大的资金比例投资于波动较少的股票，以便均衡配置资金。将大量资金投资于一个行业的做法是不明智的，比如说银行股。另一方面，将资金分开平均投资于分属 10 种不同行业的 10 只股票意味着过度多元化投资。

分散投资 5 只股票尚可，但 12 只往往更好

费雪认为，如果投资者都集中在规模大的、有着良好基础的增长型股票（如 1960 年代的道氏、杜邦和 IBM），那么，最低程度的多样化应该是 5 只这样的股票——在每只股票上的投资金额不超过 20%。此外，所投资公司的产品线应避免有重叠。

如果把重点放在那些比科技创业股有着更好基础的公司，但又尚未处于行业领先和基础尚不牢靠的增长型股票（它们通常符合费雪的评价标准，如有着优秀的管理团队），那么，投资者投入每一只股票的资金不应该超过总资金的 8%～10%。最后一类是小公司，这些公司"具有惊人的盈利成功可能性，但一旦失败将完全或几乎完全丧失本金"[51]。投入这类股票的资金应该以你可以承受的亏损为限，投入每只股票的资金一般不应超过资金总

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

量的5%。

不要超出你的关注能力

投资者在考虑是否增加投资组合时，唯一应该考虑的是他们有能力保持对组合中所有公司的一切事件、战略环境、管理水平以及一系列其他因素足够的关注。

> 务实的投资者通常围绕找到可能足够好的投资机会来学习研究他们的问题，而不是在大范围中选择太多的对象……通常，一长串的候选股票名单不是杰出投资者的标志，他们只是选出他们自己无法肯定的少数股票。如果投资者持有很多公司的股票，他根本不可能与管理层保持直接或间接的联系，那么，与持有少数公司股票的策略相比，注定最终结果更糟糕。一个投资者应始终认识到，某些失误必定会出现，应该通过足够的多样化来减轻这些偶然失误的影响。但是，他应该格外小心，不能超出其最大关注能力，不求最多，但求最好。在普通股投资领域，大量分散投资势必导致较差的业绩，而所有业绩的综合抵不上只在少数股票上投资的优秀业绩。[52]

卖出时机

即使采用费雪准则正确选择了股票，并经受了时间的考验，但是，准确的卖出时机也“几乎不存在”[53]。尽管期望持有股票很长时间，但费雪有时也会卖出：

发现原来搞错了

卖出股票的原因之一是当你发现原来的分析搞错了，事实背景与购买时所想的明显不同的时候。在这种情况下，需要有承认错误和改正错误的诚实和自律。可以聊以自慰的是识别博南扎股票的过程非常复杂，需要有高度的技巧、知识和判断——失误不可避免，最重要的是能够认识到错误并迅速纠正它。另外，应该回顾评估过程中的判断错误，以便从中吸取教训。

丧失增长型股票资格

卖出股票的第二个原因是随着时间的推移和公司及产业的变化，你所持有的股票不再有资格作为一只费雪增长型股票。投资者持有股票期间，需要对该公司的事务保持密切关注。导致增长潜力恶化有两个因素：第一个是管

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理水平下降。这也许是由于高管沾沾自喜或自满或惰性取代了积极性和智慧；也许是继任的管理层缺乏曾经支持他们的前辈所期待的特殊品质。即使整体市场和行业前景看好，面临管理不断恶化状况的公司股票也应立即卖出。第二个是产品市场衰退。也许市场的增长已经达到了顶峰，未来的增长缺乏想像。即使是优秀管理者也并不总是能找到解决问题的出路，有时能成功开发有关的新产品，但他们不会进入他们没有特别竞争优势的领域（尽管它们看上去不错）。

费雪提出了测试一家公司是否继续符合作为成长股的方法：

> 投资者应该询问自己，不管将来可能发生什么，是否在下次经济周期高峰时，相对每股收益……可能显示至少会较目前有较大幅度的增加，正如目前收益水平是上一次已知的商业活动高峰期结果显示的一样……如果答案是否定的，那么，就应该抛售股票。[54]

更好的前景

发生抛售的第三个原因是该股票很少再上涨，而遵从了费雪购买准则的投资者看到了一个更好的投资机会时。卖出一只增长型股票是为了购买另一只——或许是一只12%收益的股票被另一只20%收益的股票所取代。然而，投资者必须对他的理由非常肯定，并确认不会出于这个原因而抛售增长型股票。“风险总是存在的，一些主要因素可能被误判……相比之下，警觉的投资者通常在持有一只好股票一段时间后会感觉到它的不足之处并期待它有更理想的特性。”[55]换言之，投资者要提防“对岸的草更绿”的错误信念。

三年准则

费雪也提出了一个三年准则。购买一只股票后的第一年股价上升或下降关键看运气，因此，投资者不应在如此之短的时限内判断一项投资的好坏。然而，如果某股票三年的业绩表现比市场更糟糕，那么，即使投资者仍然对这只股票具有坚定的信心，也应该抛售它。

高市盈率股票仍然可以持有

仅仅因为某只股票的市盈率特别高就抛售它，这是不明智的做法：

> 虽然投资者不断尝试尽可能准确地测度某些东西，但投资者永

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

远不可能准确地描述从现在开始两年内某公司股票每股将盈利多少……甚至谁又能按照一般精度说出某家具有不寻常快速增长率的公司股票价格究竟被高估了多少？通常情况下，假设现在不是按25倍市盈率定价，而是按35倍市盈率定价。也许在不久的将来有新产品出现，金融界并没有把握好其真正的经济价值。也许没有任何此类产品。如果有着让人非常满意的增长率，以至于再过十年，公司价值很可能再翻两番，那么，你还会真正关注它目前的股价是否被高估了35%吗？[56]

方法的难点和不足

对时间、知识和个性的要求

获取内幕消息是一个非常耗时的过程，同时需要具有一定的战略、财务和其他管理学科知识，以便能够提出合适的问题。许多投资者没有足够时间或相关工作经验与培训经历来处理费雪型内幕消息。即使投资者有足够的时间找到公司知情人并与之交谈，他或她也可能没有与陌生人接触和交谈的倾向或个性。所要求的个性品质相当高："仅仅与他们交谈是不够的，重要的是在他们了解的每一点上均能唤起他们的兴趣和信心，让他们乐意告诉你他们所知道的东西。成功的投资者往往是天生对经商感兴趣的人。"[57]

他们愿意与何种人物交谈？

进一步讲，如果你掌管一个数百万美元的投资组合，人们可能更愿意给予面谈机会；如果你只是投资几千美元，你可能很难获得与公司主要管理者交谈的机会。

正确地做或根本不可能

费雪坚持认为，股票分析必须恰当地实施并充分认可分析结果，否则它根本不值得做。"就增长型股票选择而言，正确分析的回报非常大，判断错误的代价也非常大，这就不难理解为什么很难基于肤浅知识选择增长型股票。"[58]他认为投资者的工作正在变得非常专门化和复杂，每个人投资操作想法背后的逻辑性并不比医生、律师或汽车修理工更强。他建议我们更专注于自身有特殊兴趣或技能的领域，并聘请投资专家来处理选股问题。

这是一个非常悲观且无法由本书讨论并与其他投资者分享的观点。所有方法均要求你相信它，并付出心智努力去获得对市场、行业和公司的充分了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

解。但是，当你通过某种程度的内幕消息尽可能发现了一个好的想法时，也不排除其他投资者也有这样的可能性。对某一特定部门感兴趣的、勤奋的“业余外行(amateur)”足以了解一家公司并作出合理的购买或不购买决策，而不需要付出大量努力去获得费雪所要求的信息。投资者必须说服自己去真正了解他们知道的竞争优势圈的公司状况，而不能够回避它们。也许投资者熟悉零售行业，并能将智力资源集中在这一方面，不断深化对零售经济学、高水平管理团队、创新、相对战略优势和许多其他因素的认识。对于这类投资者而言，如果投资矿业类股票将是自讨苦吃，除非他们准备付出巨大的努力去开发矿业公司专门分析的技术手段。“做好几件事……我的错误在于突出了超出自身经验范围的技能，并投资属于完全不同的活动领域、没有相关背景知识、自认为完全理解的陌生行业。”[59]

知识和承诺的连续统一体

我猜想，一方面，关于投资组合中的每家公司均存在一种纯理论的费雪型高质量深度知识的连续统一体；另一方面，投资者在信息不充分、不愿深入分析的情况下，投机性地不断变换购买本身想法错误的股票。关键的问题是他们是否愿意付出费雪方法所要求努力的四分之三。在我看来，付出一半的努力不可能确保做得比市场平均更好(图 5.3 中的 B 点)，但肯定取得远远优于图右边投资者的业绩。拥有足够的决心、经验和知识(和这些品质的重点)，必定能够战胜市场，也许不像完美费雪型投资者所取得的业绩那样令人印象深刻，但足以使努力获得良好回报(A 点)。

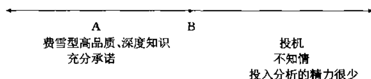


图 5.3 投资者知识与承诺的统一体

费雪投资方法要点

■ 内幕消息——基于公司利益相关者的观点和意见基础上提炼的信息。

■ 所选择的公司都必须有强有力的和可控的研发能力。(但费雪指出他的其他原则对于非高科技领域的公司都是有效的，所以，对于精通这些领域专业知识的投资者来说，这一点不是必须的。)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

■ 高品质的人：

— 业务能力：

— 日常工作效率；

— 长期规划。

— 完整性：

— 诚实；

— 个人的尊严。

— 良好的劳动关系和人际关系。

— 良好的行政关系。

■ 强大的竞争能力——在行业内的表现一向优于其他竞争公司。

■ 卓越的营销——对于说服他人信任公司产品的价值并协助开发能满足客户需求的新产品线所必需的。

■ 良好的财务状况和成本控制：

— 高利润率；

— 利润率不随经济周期急剧上升和下降；

— 不断下调的成本压力；

— 较低的配股需求；

— 高品质的成本控制信息系统。

■ 低廉的价格：

— 投资者的非理性行为可以驱动实际价格低于其应有价格水平，这提供了购买博南扎股票的机会；

— 当其他人急转时执行逆向交易，当且仅当全面深入分析给出合理信号时；

— 以高于历史市盈率水平购买股票，如果长期前景有充分把握的话；

— 面临暂时困境的公司也可能是博南扎股票。

■ 避免做什么：

— 拒绝投资出现错误的公司；

— 短线炒作；

— 宏观经济预测；

— 急躁；

— 盲目跟风；

— 对投资失败的股票"摊平成本"；

— 拒绝冷门股；

— 以先前的定价范围为依据评估股票的价值；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

— 投资创业公司；

— 过度分散投资。

■ 卖出时机：

— 从来没有正确的卖出时机；

— 发现原来搞错了；

— 公司或行业已发生变化，已丧失增长型股票的资格；

— 发现了具有更好前景的股票；

— 三年准则（三年后股票业绩低于市场平均）。

■ 不卖出：

— 仅仅因为市场给出了信号；

— 仅仅因为股票市盈率明显高于平均水平；

— 仅仅因为股票价格已经上升。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6 沃伦·巴菲特与查尔斯·蒙吉尔的商业远景投资（一）

沃伦·巴菲特是当代最具影响力的投资思想家*，他也是一个富翁。查尔斯·蒙吉尔是巴菲特的合作伙伴，两人都有智慧，共同管理着一家公司——世界上最大的之一。他们两人都是白手起家，当初，他们各自提出了自己的投资理念，他们相距遥远，无论是在他们的投资方法上或是地理空间上（蒙吉尔在加利福尼亚，巴菲特在内布拉斯加州）。尽管选股方法不同，但在合作之前，他们两人均成功地创建了各自的基金管理公司。

1970 年代，蒙吉尔被说服加入波克夏·哈撒韦公司，这是一家由巴菲特控股并担任副主席的公司。他们有一支伟大的团队。虽然他们一开始有着不同的投资理念和方法（巴菲特主要运用定量方法；蒙吉尔主要考察可持续竞争优势的业务特征），但他们的想法已融合到如此程度，当谈到股票的时候，他们几乎完全知道对方的想法："只要对方在电话里嘟噜三声，查理和我就可以买卖长达四页纸的股票。"[1]

相比格雷厄姆思想流派，蒙吉尔更倾向于费雪学派。巴菲特开始是格雷厄姆的门徒，但在 20 世纪 60 年代末和 70 年代早期，当格雷厄姆型投资失败的时候，他开始注意到这种方法的不足。当蒙吉尔投资理念开始产生影响的时候，巴菲特已经抛弃了他导师的思想："我深深地被查理的思想所影响。孩子，如果我只听本杰明的话，我只会更穷"[2]。

这投资领域的两个巨头彼此无情地攻击对方。例如，在 1992 年波克夏·哈撒韦公司的年度会议上，巴菲特说，他们"直到中午前都应该回答问题或直至查理说出一些乐观的事情为止，无论选择两者中的哪一个都行"[3]。当巴菲

---

* 他非常有影响力，以至于在 2008/2009 年中期的金融危机中，包括奥巴马总统在内的资深政府领导人和官员均在寻求他的忠告。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

特1997年至1998年期间获得了全世界五分之一的白银供应时，蒙吉尔说，它使“沃伦开心”，但对波克夏的未来也有同样的“沃伦式桥牌比赛”[4]影响。玩笑背后隐藏的是他们彼此对对方才华的尊重。“查理是理性的，非常理性的。他没有显示出像我做的那样对商业的自负，但他的理解是完美的。本质上说，我们从未有过争论，尽管偶尔有分歧。”[5] 在作出任何大的投资决策之前，巴菲特都会向蒙吉尔征求意见：“查理拥有世界上最好的30秒心理素质，他能一口气从A读到Z。他作出判断之前，他能够明白事情的本质。”[6]冷漠的蒙吉尔自豪地称巴菲特为他的朋友，他钦佩他平易近人的个性和慷慨的心灵以及杰出的才能：“他的脑子具有最理性的机制，而且因为他具有很强的表达能力，你可以看到他大脑的每一步工作。”[7]

他们的关系可以形容为哥哥（蒙吉尔）和弟弟（巴菲特）的兄弟关系。他们是非常亲密的朋友，并充分认识到为了作出明智的投资决策而相互需要对方的帮助。蒙吉尔说“每个从事复杂工作的人都需要同事的支持，与别人交换想法是一件非常有益的事情”[8]。

投资记录

巴菲特合伙有限公司(Buffett Partnership Ltd)

沃伦·巴菲特于1957年开始基金管理业务，他邀请人们把钱投入他的手中，目的是战胜三年期的道琼斯工业平均指数（按照巴菲特的理论，三年是基金管理人业绩评判的最短时间长度）。如表6.1所示，他做得比道琼斯工业平均指数更好，巴菲特合伙有限公司每年的业绩均优于道指，在这12年的时间内，道琼斯指数的年均复合收益率是9.1%。而多数客户对基金管理人能实现每年超过指数仅仅1个百分点即感到满意，但这不足以作为基金管理人最好的业绩。

表6.1 巴菲特合伙有限公司的年度收益率情况

年度	道指的整体业绩%	合伙有限公司的业绩%	扣除费用后的业绩%
1957	−8.4	+10.4	+9.3
1958	+38.5	+40.9	+32.2
1959	+20.0	+25.9	+20.9
1960	−6.2	+22.8	+18.6
1961	+22.4	+45.9	+35.9
1962	−7.6	+13.9	+11.9

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续 表

年度	道指的整体业绩%	合伙有限公司的业绩%	扣除费用后的业绩%
1963	+20.6	+38.7	+30.5
1964	+18.7	+27.8	+22.3
1965	+14.2	+47.2	+36.9
1966	−15.6	+20.4	+16.8
1967	+19.0	+35.9	+28.4
1968	+7.7	+58.8	+45.6
1957～1968 期间复合收益率	+185.7	+2 610.6	+1 403.5

资料来源：1961 年 1 月 22 日巴菲特给有限合伙人的信。沃伦·巴菲特版权许可转载。

巴菲特的业绩远远超过额外的 1%，他实现的年均收益率达 31.6%，扣除基金管理费用后，投资者(“有限合伙”)获得的收益按年率计算为 25.3%。

从这些数字来看，如果你在 1957 年底对道琼斯指数投资了 1 000 美元，那么到 1968 年底你将获得 2 857 美元(不含税)。而将 1 000 美元投入到巴菲特合伙有限公司，那么在扣除巴菲特手续费之前将获得 27 106 美元(费用开支后)，或扣除巴菲特手续费之后获得 15 035 美元。

该合伙关系基金的规模增长非常迅速，以至于能够对多家公司实现控股。在 1962 年，第一次购买波克夏·哈撒韦公司股票时尚属于一般的少数股权投资，但 1965 年，巴菲特合伙有限公司控制了大部分股权。虽然巴菲特合伙有限公司于 1969 年被关闭，但巴菲特仍然继续控制波克夏·哈撒韦公司。

波克夏·哈撒韦公司

当 1965 年巴菲特控股波克夏·哈撒韦公司时，该股票的账面价值达到每股 19.46 美元(按截至上一报告年底 1964 年 9 月 30 日计算)。到 2007 年年底，按市场价值计算的该股票账面价值达到了每股 78 008 美元。43 年来，账面价值的年均复合增长达到 21.1%。按照这个收益率，投资 100 美元以后，持有 43 年的总值将超过 37.6 万美元。由于在 1960 年代或 1970 年代他们投入了数千美元到波克夏·哈撒韦公司，有些人今天已经是亿万富翁了。沃伦·巴菲特拥有波克夏·哈撒韦公司约 40%的股权(但自从这些财富给了比尔和梅林达盖茨基金会后正在走下坡路)，按公认会计准则(GAAP)，该公司的净价值达 1 210 亿美元，这是所有美国公司中最高的，其总市值超过 2 000 亿美元(1965 年时仅仅 2 000 万美元)。表 6.2 列举了波克夏·哈撒韦公司真实的优秀业绩。在这期间，账面价值增长低于标准普尔 500 指数收益的时间

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只有 6 年。表面上标准普尔 500 指数数据更出色，但它是税前数据，而波克夏·哈撒韦公司是税后数据！

表 6.2 波克夏·哈撒韦公司业绩与标准普尔 500 指数业绩比较[10]

			年百分比变化
年度	波克夏每股账面价值 (1)	标准普尔 500 指数每份分红 (2)	相对结果 (1)－(2)
1965	23.8	10.0	13.8
1966	20.3	(11.7)	32.0
1967	11.0	30.9	(19.9)
1968	19.0	11.0	8.0
1969	16.2	(8.4)	24.6
1970	12.0	3.9	8.1
1971	16.4	14.6	1.8
1972	21.7	18.9	2.8
1973	4.7	(14.8)	19.5
1974	5.5	(26.4)	31.9
1975	21.9	37.2	(15.3)
1976	59.3	23.6	35.7
1977	31.9	(7.4)	39.3
1978	24.0	6.4	17.6
1979	35.7	18.2	17.5
1980	19.3	32.3	(13.0)
1981	31.4	(5.0)	36.4
1982	40.0	21.4	18.6
1983	32.3	22.4	9.9
1984	13.6	6.1	7.5
1985	48.2	31.6	16.6
1986	26.1	18.6	7.5
1987	19.5	5.1	14.4
1988	20.1	16.6	3.5
1989	44.4	31.7	12.7
1990	7.4	(3.1)	10.5
1991	39.6	30.5	9.1
1992	20.3	7.6	12.7
1993	14.3	10.1	4.2
1994	13.9	1.3	12.6
1995	43.1	37.6	5.5
1996	31.8	23.0	8.8

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续　表

年度	波克夏每股账面价值 (1)	标准普尔 500 指数每份分红 (2)	相对结果 (1)－(2)
1997	34.1	33.4	0.7
1998	48.3	28.6	19.7
1999	0.5	21.0	(20.5)
2000	6.5	(9.1)	15.6
2001	(6.2)	(11.9)	5.7
2002	10.0	(22.1)	32.1
2003	21.0	28.7	(7.7)
2004	10.5	10.9	(0.4)
2005	6.4	4.9	1.5
2006	18.4	15.8	2.6
2007	11.0	5.5	5.5

* 所有材料均来源于沃伦·巴菲特的版权著作以及得到他许可的其他材料。

波克夏·哈撒韦公司持有的上市公司股份价值达 750 亿美元，这些股权包括约 13.1% 的美国运通(American Express)、8.6%的可口可乐、17.5%的伯灵顿北方圣(Burlington Northern Santa Fe)、18.2%的《华盛顿邮报》和 9.2%的富国银行(Wells Fargo)股份。

在巴菲特控股波克夏以前，一些投资者已经成为了他的老客户。如果一个投资者在 20 世纪 50 年代末期向他的合伙基金投资 1 000 美元，并在合伙基金被解散后继续放置在波克夏·哈撒韦公司，他将会发现今天的投资价值总额已经超过 2 600 万美元。如果你把他职业生涯的两个阶段——首先是合伙，然后是波克夏——一起考虑，那么，你有一个相当了不起的业绩记录，就我所知，这是一种无法超越的业绩记录。

根据微软和波克夏股票在任何一年的相对业绩表现，巴菲特已成为世界上最富有或者第二富有的人，他是唯一通过股票市场投资而登上《福布斯》亿万富翁排名榜的人。

假如你是早期信赖巴菲特的幸运人之一，这正是投资者的梦想。显然，下面是偶尔听到的两个波克夏股东在 1996 年年度会议上的对话："你会在什么价格买入?"答复是："19。"第一个人说，"你的意思是 1 900?""不，是 19。" 可这些股票目前价值是每股 138 000 美元!

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

沃伦·巴菲特——亿万富翁之路

沃伦·爱德华·巴菲特出生于 1930 年 8 月 30 日，他的父亲——霍华德·巴菲特是内布拉斯加州奥马哈家族社区的栋梁，他是一名股票经纪人，到后来担任了四届国会众议员。沃伦对数字很着迷，并具备依靠智慧赚钱的潜质，他 8 岁就开始读他父亲的股票市场书籍。当他 11 岁时，就在与他父亲的奥马哈股票经纪公司(Buffett-Falk，巴菲特—福尔克)处于同一栋楼内的纽约证券交易公司哈里斯厄珀姆基金(Harris Upham)担任书记员。他专心观察市场动向，最后，他觉得有足够的信心买些股票。于是，他与他的姐姐多丽丝一起，以每股 38.25 美元购买了 3 股城市服务(Cities Service)优先股[11]。从这次投资中他获得了三个经验教训：第一，当股票价格下跌——如城市服务股票下跌到 27 美元时，要避免恐慌性抛售，必须要有耐心和坚韧。第二，如果你持有抱有信心的公司股票，不能仅仅因为短期获利而抛售——沃伦和多丽丝以每股 40 美元卖出后，该股票一路上涨，最终达到每股 202 美元。假如他当时有更多的耐心，他将获利 492 美元。第三，因为他必须对多丽丝的资金负责，因此，当价格下跌时，他深感内疚。他下定决心，如果他用别人的金钱投资，那么，他必须确保成功。

首先学会做一个好人

巴菲特的父母告诫他比股票市场投资更重要的事情。他是一个你期望遇到的最亲切、诚实、友好和热情的人，他的乐观加上他的幽默感使他善于交际。他果敢、自信和坦诚，同时又有魅力、有耐心、慷慨大方，在赚钱的同时保持了对家人和朋友的爱和尊重。他的儿子——彼得·巴菲特说，他的谦逊态度赢得了他的声望。“我认为这就是为什么他会赢得如此的尊重，他真正地真诚和平静地做事，并极度尊重他人。”[12]沃伦的母亲——莱拉说，在 1987 年，她更为他“已经形成的人格”感到自豪，而不是因为他的财富。她补充说，“他是一个令人愉快的人”[13]。谁说好人一定是傻瓜。

他的父亲

沃伦和他的父亲关系很融洽。他教导沃伦从不要做使他或他的家庭不幸的事情，不管这件事情有多么重要。巴菲特说，他没有发现一个比他父亲更好的人。莱拉说，沃伦和他的父亲是最好的朋友，他从不惩罚孩子，而是喜欢讲道理。他告诉他的儿子，不管遇到什么情况，永远不要撒谎，花费 20 年建立的声誉只需 5 分钟即可毁掉它。“你应该考虑如何做一些与众不同的事情。”[14]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

赚钱计划

当沃伦全家搬到华盛顿时，只有 13 岁的他便承担了兼职送报纸的工作。在 4 年时间里，他同时承担了五条送报路线，这是与《华盛顿邮报》长期合作的谦虚开端。他有非常强的进取心，他向他的朋友推销可乐（用 25 美分批发六罐装的可乐，然后以每瓶 5 分零售）；他出版了一本赛道提示板；他回收高尔夫球。另一个特别有利可图的业务是在理发店配售翻新弹球机，其原始成本是 25 美元，在他创办的第一天，客户只花 4 美元。这项业务每星期的销售额约 50 美元，7 台机器。他花 350 美元购买了一辆 1934 年产的劳斯莱斯汽车用来出租，每天租金为 35 美元，这非常有助于改善他的基金；同时，他还购买了 40 英亩内布拉斯加州农业土地，然后出租给一个农民（当时他只有 14 岁！）。当他高中毕业的时候，他拥有了一大笔钱，这构成了他的第一笔投资基金。据报道，这笔资金是 5 000 美元，其他人投入了 6 000 美元，也有报道说其他人投入了 9 000 美元。不管真正的数字是多少，他是一个具有很强经商意识的年轻男孩，他已经表现出了非凡的能力、勇气和辛勤工作的态度。

大学时期和通往大马士革之路

17 岁的时候，沃伦就读于沃顿金融学院，但他很快就拒绝上学，因为他觉得在学校学不到更多有用的知识。对于一个 17 岁的孩子而言，这一举动显示了高度的自信心和责任感，也表明他早期就不信任大学讲授的那些金融理论——他必须不断学习把握新的东西，与查尔斯·蒙吉尔一样，他把现代企业融资班讲授的许多内容形容为“胡言乱语”[15]。

巴菲特后来进入内布拉斯加大学学习，1950 年他获得了学士学位，但更重要的是在他 19 岁时读到了一本独特的书——本杰明·格雷厄姆的《精明的投资者》。

在阅读格雷厄姆的经典著作之前，巴菲特已有一段时间的投资经历，与其他数以百万计的投资者一样，他也犯了同样的错误，先是悲观，然后犯错误：“我竭尽全力，我收集图表，并研读所有技术的东西，我听从各种提示与引导。直到我拿起格雷厄姆的《精明的投资者》，如同黑暗中看到了光明。”[16]“在此之前，我一直是依赖腺体而不是我的大脑去投资。”[17]

出于命运的偶然，他未能获得哈佛大学的职位（这是那时作为一个真正的大家自尊的需要），因此，他不得不来到哥伦比亚大学商学院。在那里，他得到了格雷厄姆的亲自指导，学会了内在价值和安全边际的重要性。格雷厄姆不仅成为了巴菲特的老师，而且还是他的朋友。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虽然现在看来似乎具有讽刺意味，当时，他的父亲和格雷厄姆均建议巴菲特不要把股票投资作为自己的职业，格雷厄姆甚至毫无理由地拒绝了巴菲特为格雷厄姆—纽曼公司工作的申请（格雷厄姆更喜欢帮助年轻的犹太人，因为他们遭受许多非犹太人金融公司的歧视）。而对他自尊心的第二次重大打击是 20 岁的他回到奥马哈，为他父亲的证券经纪公司工作的时候。

GEICO

在哥伦比亚大学期间，他发现格雷厄姆是一家被称为 GEICO（政府雇员保险公司）小保险公司的经理，他想知道究竟是 GEICO 的什么东西吸引了格雷厄姆。1951 年 1 月，巴菲特乘火车来到华盛顿，看看他是否可以与 GEICO 的人士交谈，以便了解更多有关该公司的情况。在一个星期六早上，他连续敲门，然后说服惊讶的看门人开门。看门人说，这栋楼内只有院长助理洛里默·戴维森（Lorimer Davidson）先生一个人正在六楼工作，他后来成为了公司的 CEO。令戴维森印象深刻的是巴菲特对公司的强烈兴趣和明智的理解，他们谈了 4 个小时，戴维森优雅地回答了关于 GEICO 问题，包括其运作方法和商业前景。巴菲特被公司的高额利润以及将重点放在低风险客户的策略所吸引，它有一个良好的市场利基（目标细分市场）和良好的增长前景。“从来没有人获得比这更好的关于保险业如何发挥作用的半天培训，没有什么因素能使一家公司必然胜过其他公司。正如戴维森解释的那样，GEICO 的销售方法——直销——相比通过代理商销售的竞争者，赋予了公司巨大的成本竞争优势……在我与戴维森对话以后，我对 GEICO 的兴趣超过了我以往关注的任何股票。”[18]返回内布拉斯加州以后，他把全部注意力放在了 GEICO 上，并在 GEICO 股票上投资了 10 282 美元，约占他个人净资产的 65%。从而开始了与 GEICO 的长期联系，最终在 1995 年购买整个波克夏·哈撒韦公司时达到了顶峰，当时的价值已达 46 亿美元。

1951 年，他对 GEICO 的经纪客户感兴趣，但最终失败了。“我当时很瘦弱，20 岁看上去大约只有 17 岁，我最擅长的高音往往唱不上去。”[19]他的姨妈——爱丽丝一直非常支持他，并根据他的意见买了一些股票，她因此获得了丰厚的回报。

巴菲特于 1952 年以 15 259 美元卖出了 GEICO 股票。你可能没想到的一个非常好的回报，如果他继续持有这些股票并去钓鱼消磨 20 年时间，那么，他会轻而易举地赢得 130 万美元的回报。这给了他一个教训，“具有可预见的极佳发展前景的公司股票是不宜卖出的”[20]。当巴菲特为他的“不忠”行为而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

严厉自责的时候,我认为我们应该避免走他的老路,而是像他那样开始选择投资有着美好前景的股票,这帮助他获得了今天数十亿美元的财富。

格雷厄姆—纽曼公司的“土包子”

在他父亲的经纪公司工作期间,巴菲特不断写信给格雷厄姆汇报自己的各种投资观点,最终在 1954 年,格雷厄姆邀请他加入纽约的格雷厄姆—纽曼公司。在后来的两年,他大量汲取他导师的思想。格雷厄姆强化了巴菲特以最道德的方式管理他所有事务的愿望,既有高标准的操守和纪律,又享有高雅而冷面幽默的机智。

当格雷厄姆 61 岁时,他决定于 1956 年退休,并解散格雷厄姆—纽曼公司。巴菲特回到奥马哈,他认为这是一个进行投资业务的极好地点:

> 我认为这里是一个更理智的生存地。我觉得,当我在纽约工作的时候,众多的刺激每时每刻都在伤害我,即使你具有正常数量的肾上腺素,你也必须应对这些挑战。这可能会导致一段时间后的疯狂行为,在这里能更好地思考。[21]

巴菲特合伙公司

当他 25 岁回到奥马哈时,他拥有两件宝贵的东西:第一,关于投资原则的知识。这使得他在与他出生前就已经开始投资的长辈交谈时,增强了自信心。第二,大量的财富。当时巴菲特有大约 174 000 美元,其中大部分来源于他精明的股票投资。

1956 年,他成立了他的第一个投资合伙公司——巴菲特伙伴公司(Buffett Associates Ltd)。其他 7 个合作伙伴共出资 105 000 美元——最大的投资者是聪明且诚实的爱丽丝姨妈,她投入了 35 000 美元。

巴菲特作为经营合伙人按照经营业绩收取费用,但如果基金业绩不好则不收取任何费用。到第三年年底,合作伙伴的资金增加了 1 倍,巴菲特的声誉迅速提升,更多的投资者走近他。在 1956 到 1962 年期间,他成立了另外 9 个合伙公司。此时,他的投资选择深受格雷厄姆投资思想的影响,他准备对多家公募和私募公司进行控股。1961 年,买下了登普斯特轧机制造公司(Dempster Mill Manufacturing Company)——一家农场设备制造商,1962 年以后,波克夏·哈撒韦公司收购了大量的股份。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

截至 1962 年，他的合作伙伴超过了 90 个，他决定将所有的合作伙伴合并到一个基金——巴菲特合伙公司，并规定在巴菲特收取费用之前，投资伙伴可先获得 6%的投资回报。虽然他没有保证至少有 6%的投资回报，但他同意这 6%是累积性的；也就是说，如果在一年内的收益低于 6%，伙伴基金将不支付巴菲特任何费用，直至从前几年已取得收益累计达到 6%为止。而超出 6%的部分，合作伙伴将获得其中的四分之三。实现超额回报意味着合作伙伴感到非常高兴，且巴菲特也迅速成为百万富翁，他留存的资金为超过 6%利润部分的四分之一。截至 1965 年，伙伴公司的资产已增加到 2 600 万美元，其中相当大的一部分属于巴菲特个人，作为一个原则，他把属于自己的钱继续投资在他管理的基金。即使到了今天，巴菲特的家庭净资产的 99%仍然是以波克夏·哈撒韦公司股票的形式存在(照现在的情况，蒙吉尔的资产是 90%)。

巴菲特开始形成自己的投资风格，他注意到按照格雷厄姆的投资原则，许多优秀的公司将不能成为购买对象，因为它们的净资产很少。他对公司潜力越来越感兴趣，而不是资产状况。早期的 GEICO 就是这样的股票，但他的第一个大的投资是在美国运通。

美国证券交易所与迪斯尼

1963 年，美国运通公司拥有高知名度和强大特许经营权的品牌以及数以百万计的客户。它虽然占据市场主导地位，但只有很少的有形资产，于是导致了灾难发生。美国运通通过出具证明其仓库储存大量色拉油的收据进行欺诈，而事实上容器里装的只是毫无价值的海水，美国运通由此必须承担数百万美元的索赔，这就是著名的色拉油丑闻。随后的股票价格下降给巴菲特提供了安全系数高的购买机会。然而，这个安全边际与格雷厄姆所说的安全边际不同，它是基于其市场垄断地位公司未来现金增值流的价值，而资产负债表中的资产并不重要。他将巴菲特合伙公司 40%(1 300 万美元)的资本投入这只受到重创的股票，并且使合作伙伴公司拥有在美国证券交易所上市公司 5%以上的股权。在后续的第 7 章，我们将讨论巴菲特关于多样化投资的意见，但请注意，眼下，他自愿地寻求传统学派所称的不平衡投资组合——65%的净资产投资在 GEICO，40%投资在美国证券交易所，甚至不惜借其他人的钱。*

* 在出席 2008 年波克夏·哈撒韦公司年度股东大会时，我听巴菲特针对“你曾经将 50%多的净资产投资在一个项目上?”这个问题的回答，他说他曾经将 100%以上资产投资于一个项目!

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1966 年,迪斯尼引起了巴菲特的关注,当时它的市值低于 9 000 万美元。这种低资本化程度是由当时特定市场决定的,事实上,它 1965 年的税前利润已达每年 2 100 万美元,且它拥有一个了不起的经济特许权。毫无疑问,仅仅电影资料馆的价值就超过它的市值。“在迪斯尼乐园,价值 1 700 万美元的加勒比海盗游乐设施不久将开放,想像一下我的兴奋——一家公司的售价仅仅是其供乘骑的游乐设施价值的 5 倍!”[22] 合伙公司收购了它相当数量的股权,并于 1967 年以获利 55%的价格卖出。在 1995 年波克夏·哈撒韦公司的报告中,他通过大都会公司(Capital Cities)/美国广播公司(ABC)股票与迪斯尼股票互换,再次拥有了他一直挖苦自己在 1967 年廉价卖出的迪斯尼股权,尽管当时他获得了高收益。“那个决定(1966 年购买)似乎很辉煌……但你的董事长擅长于放弃好的投资机会(在 1967 年卖出)”——他指的是这样一个事实,即该股票在 1967 年和 1995 年之间,价格上涨了 138 倍。

牛 市

与投资伙伴合作了 10 年后,在他 35 岁的 1966 年,他掌控了资金规模达 4 400 万美元的基金——他拥有其中的 650 万美元。[23] 自然地,当他如实报告基金的成功之处与不足时,他的合作伙伴对其业绩非常高兴,同时被他谦逊的魅力所折服。然而,随着 1960 年代的流逝,巴菲特却逐渐陷入了困境。牛市给他带来了麻烦,20 世纪 60 年代后期是一个非同寻常的时代,越南战争的刺激带动了经济需求,每个人都在谈论“漂亮五十”股票。在公众心目中,这些股票的市盈率通常是 50 至 100 之间(如施乐、雅芳和宝丽来)。在投资公司看来,流行时尚是高频交易的投资组合和追求好的短期业绩。巴菲特似乎越来越跟不上新时代的步伐,他的长期投资观念以及对长期多倍增值的关注使他成为了一个过时的保守者。对于巴菲特而言,仿佛这个世界已经疯了,他感到有必要给他的合作伙伴写一封信(1967 年),以便解释他的不安和坚持他信守的既有投资方法的意愿:

> 本质上,我的观念不符合目前的环境……但我不会放弃我已充分理解其逻辑性的以往做法……即使这意味着放弃一次大的获利机会,我不会采用哪怕是非常简单、但我不完全理解、没有成功实践经验以及可能会导致资本永久损失的投资方法。[24]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在他解散合伙公司之前 20 个月时间里，他想方设法使该基金更多地增值。到 1968 年，该基金价值上涨了 59%，达到 1.04 亿美元。[25]

1969 年 5 月，当该合伙公司解散清算时，每一个合作伙伴可以从以下选项中做出一个选择：

- 现金；
- 波克夏・哈撒韦公司的股票；
- 多元化零售公司的股票。

巴菲特坚持互换为波克夏・哈撒韦公司股票，其他大量成员也选择了加入其中。他的合作伙伴的股票价值已增长到 2 500 万美元。开始，他持有 29%的波克夏・哈撒韦公司股份，并被任命为董事会主席。

波克夏・哈撒韦公司

巴菲特在他 40 岁时已是一个千万富翁，他本来可以不再继续工作，而是舒适地享受人生。但是，他说他从投资业务中获得了非常多的享受，他感觉就像"所有时间都在跳踢跶舞那样快乐"[26]，所以，他愿意继续工作。在 1973～1974 年的危机期间，他以很低的账面价值贴现率购买了许多波克夏・哈撒韦公司股票，并最终达到了 43% 的控股比例。

波克夏・哈撒韦奉行格雷厄姆型投资，它有亏损的倾向而不是盈利，但它的资产价值远远超过负债。在 1962 年，当巴菲特的合作伙伴以每股 8 美元的价格开始买进它的时候，它当时的资产超过所有负债，并达到大约 13 美元/股。

有缺陷的产业经济

巴菲特和他的管理层花费了很大力气试图将纺织企业变成能产生足够利润的企业，以便证明它们所占用的大量资本是有道理的，但这种努力是徒劳的，因为产业经济状况并不支持他们的想法。这是一个生产一般商品的产业，产品差别化很小，雇用廉价劳动力的外国公司更具有竞争优势。对于那些工厂而言，他们需要大量的资本注入，但获得竞争优势的希望却很渺茫。当巴菲特可以利用这些资本投资于具有更光明前景的行业时，这样的投资策略是不明智的。他决定限制在国内的投资，并期待有投资国外纺织企业的机会。

> 产业经济学不支持他们的想法

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

保险的魅力

在 GEICO 的经历和洛里默·戴维森的出色教学使他产生了对保险公司的持久兴趣。1967 年 3 月，波克夏资本中的 860 万美元被用来购买两家保险公司：国民赔偿公司(National Indemnity Company)、国家消防和海事保险公司(National Fire and Marine Insurance Company)。保险公司在波克夏的成功投资中发挥了重要作用，它们有一个非常特殊的因素：即备用金。当投保人为汽车、房子等的保险支付保险费时，大量的资金被注入到共同基金。在稍后的保险期间，如果投保人发生汽车碰撞，也就是说，保险公司将从这个共同基金中支付赔偿。同时，保险公司的这笔钱可以用来产生投资回报。在能干的管理者手中的备用金往往可以创造大量的投资收益。在 1967 年，波克夏通过其保险子公司产生了 1 730 万美元的备用金，后来，通过内部增长和收购继续扩大，到 2007 年年底达到了 586.98 亿美元。

备用金和波克夏的恢复力

保险业务的成功关键要素：

- 保险业务产生的备用金规模；
- 备用金的成本；
- 备用金可产生的回报。

对于大多数保险公司来说，备用金的成本是很高的，这也是衡量保费在何种程度上不能付款给投保人以及支付业务运作成本的测度，于是，保险公司产生了“承保亏损(underwriting loss)”。巴菲特指出：“一项保险业务具有价值，当且仅当其备用金随着时间的推移全部成本低于该公司在其他方面获得资金的成本。此外，如果备用金成本高于市场利率，那么，这项业务也是没有价值的。”[27]因此，巴菲特准备接受小额承保亏损，只要它不大于市场利率即可。事实上，过去 41 年来，他幸运地找到了一个好的保险业管理层，总体而言，公司获得的大量承保利润远远超过承保亏损。他永远感谢这些优秀的管理层，并在波克夏的年报中高度赞扬了他们。

零成本资金

从表 6.3 可以看出，备用金的成本普遍小于零，这给巴菲特提供了大量可供投资的零成本资金，这是一个很好地利用举债资金进行投资获利的方式，难怪巴菲特认为利用传统方式——通过借钱进行投资的方式不值得。但自相矛盾的是净备用金都必须记录在资产负债表上的负债栏，“它们是没有到期日或

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

还款条约的负债。事实上，它们给我们提供了负债收益——为我们产生更多的资产——但并不给我们强加不利条件”[28]。

表 6.3 备用金的成本

	(1) 承保亏损	(2) 平均备用金	近似的资金成本	长期政府债券的年末收益率
	(单位：百万美元)		(1 与 2 的比值)	
1967	盈利	17.3	少于零	5.50%
1968	盈利	19.9	少于零	5.90%
1969	盈利	23.4	少于零	6.79%
1970	0.37	32.4	1.14%	6.25%
1971	盈利	52.5	少于零	5.81%
1972	盈利	69.5	少于零	5.82%
1973	盈利	73.3	少于零	7.27%
1974	7.36	79.1	9.30%	8.13%
1975	11.35	87.6	12.96%	8.03%
1976	盈利	102.6	少于零	7.30%
1977	盈利	139.0	少于零	7.97%
1978	盈利	190.4	少于零	8.93%
1979	盈利	227.3	少于零	10.08%
1980	盈利	237.0	少于零	11.94%
1981	盈利	228.4	少于零	13.61%
1982	21.56	220.6	9.77%	10.64%
1983	33.87	231.3	14.64%	11.84%
1984	48.06	253.2	18.98%	11.58%
1985	44.23	390.2	11.34%	9.34%
1986	55.84	797.5	7.00%	7.60%
1987	55.43	1 266.7	4.38%	8.95%
1988	11.08	1 497.7	0.74%	9.00%
1989	24.40	1 541.3	1.58%	7.97%
1990	26.65	1 637.3	1.63%	8.24%
1991	119.59	1 895.0	6.31%	7.40%
1992	108.96	2 290.4	4.76%	7.39%
1993	盈利	2 624.7	少于零	6.35%
1994	盈利	3 056.6	少于零	7.88%
1995	盈利	3 607.2	少于零	5.95%
1996	盈利	6 702.0	少于零	6.64%
1997	盈利	7 093.1	少于零	5.92%
1998	盈利	22 762.0	少于零	4.57%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续 表

	(1) 承保亏损	(2) 平均备用金	近似的资金成本	长期政府债券的年末收益率
	(单位：百万美元)		(1 与 2 的比值)	
1999	1 400.0	25 298.0	5.80%	6.2%
2000	1 715.0	27 871	6.00%	5.19%
2001	4 067	35 508	12.80%	
2002	411	41 224	1.00%	
2003	盈利	44 220	少于零	
2004	盈利	46 094	少于零	
2005	盈利	49 287	少于零	
2006	盈利	50 887	少于零	
2007	盈利	58 698	少于零	

资料来源：数据取自波克夏·哈撒韦公司董事会主席致股东的信函。

对波克夏而言，这一资产负债表中的“负债”比同等数量的净资产具有更大的经济价值。巴菲特指出，在他的业务分析中，备用金增长“从来不可能得到充分赞赏”。* 他接着指出，“就随着时间推移的价值增长的影响而言，已有的零成本资金并没有相互影响，人们总是关注我们的资产一方，而忽略负债一方。而查理和我则非常关注负债一方，以这种方式改进公司经营并非完全偶然”。

来自保险业务和备用金产生的资金主要投资在以下几个方面：

- 购买大量公开上市大公司的少数股权；
- 购买保险公司的多数股权；
- 购买拥有强大经济特许权与优秀管理层的非公开上市公司股权。

《华盛顿邮报》公司

根据重要性分类，波克夏最早和最引人注目的投资之一是在《华盛顿邮报》上的投资。1973 年，波克夏以 1 060 万美元购买了 10%的股份⁺。这是一个有着非常强大经济特许权的公司，它不仅拥有《新闻周刊》杂志，而且控制了大量电视台，有着稳定和可靠的业绩表现，可是，巴菲特却为一首歌曲投入大

* 金融时报，1996 年 5 月 11 日，p. 1。

\+ 因为大量回购股票，后来股权比例变为 18.2%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

量的资金(至少1 060年万美元)。强大品牌的报纸相对容易提高价格,而且,资本需求较低,因此,其股本投资能产生高收益。总而言之,它具有良好的能够产生较高和不断增长现金流的未来潜力。然而,在1973年,《华盛顿邮报》公司(WPC)并不被市场欣赏。巴菲特指出,掌握价格和价值之间的鸿沟并不需要非凡的见解。

> 大多数证券分析师、媒体股票经纪人和媒体高管估计WPC的内在商业价值在4亿美元到5亿美元之间,这与我们的估计一致。而日常可看到的公开报道是1亿美元的市场估值。相反,我们的优势是看法不同,我们已经从格雷厄姆那里学到了成功投资的关键要素是:购买市场价格低于内在商业价值且经营良好的公司股票。另一方面,在1970年代初期,大多数机构投资者在进行买进或卖出决策时,他们认为股票价格与企业价值只有轻微的相关关系,这在目前似乎很难相信。然而,当时这些机构完全被久负盛名的商学院学者宣扬的新式理论——有效市场理论所迷住,即在投资活动中,内在价值的计算与思考没有意义。(我们非常感激那些学者,在一场智力竞赛中——无论是桥牌、国际象棋或股票选择——难道有什么比对手告诉我们思考是一种精力浪费更有利的吗?)在1973年到1974年期间,WPC继续做精自己的主业和促进内在价值增长。然而,到1974年年底前,我们持有的WPC股份的账面损失约25%,1 060万美元的投入成本其市场价值仅有800万美元。在市场的无穷智慧驱使下,去年同期我们原以为被荒谬贱卖的东西变得更便宜了,受到歧视的WPC股票的内在价值下降到远低于20美分。你知道结果是幸福的,WPC的CEO凯伊·格雷厄姆以其智慧和勇气以低廉的价格大量回购公司股票,并快速提升内在价值所必需的经理人技能,与此同时,投资者开始认识到其特殊的经济价值和已经非常接近潜在价值的股票价格。因此,我们经历了三次反复:公司的商业价值疯涨,因为股票回购导致的每股内在价值大大增加与折扣减少,股票价格增速超过了每股内在价值的增速。除了1985年按比例赎回的股票外,我们持有的所有WPC股票都是在1973年购买的。[29]

到2007年年底,波克夏持有的WPC股票价值增长到了13.67亿美元——见表6.4。从这张表中可以看到波克夏低价购买了一些美国最具经济特许经营权价值的公司股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 6.4 波克夏·哈撒韦公司投资的部分股票(截至 2007 年 12 月 31 日)[30]

股份	公司	成本（百万美元）	2007 年 12 月 31 日的市值（百万美元）
151 610 700	美国运通公司	1 287	7 887
200 000 000	可口可乐公司	1 299	12 274
60 828 818	伯灵顿北圣塔菲	4 731	5 063
101 472 000	宝洁	1 030	7 450
1 727 765	《华盛顿邮报》公司	11	1 367
303 407 068	富国银行	6 677	9 160
	普通股总值	39 252	74 999

回归 GEICO

在波克夏运用资本投资的第二种类型——即购买保险公司的情况下，GEICO 成为了波克夏已有公司中最重要的公司。由于巴菲特于 1952 年卖出其股份的原因，洛里默·戴维森成为了波克夏主席。他带领公司走向辉煌，直到他 1970 年退休。1970 年和 1974 年之间，新的管理团队在激烈竞争中实施了一项大规模扩张的战略。作为成功地扩大其市场份额的结果，唯一的好处是降低了承保标准的价格，它扩大了从最安全风险级别的老司机到缺乏经验的新司机等具有更高风险级别的空白保险市场。它还采取代价更高的盈利方法和赢得客户的方法。GEICO 的亏损是如此之大，以至于公司能否熬过 1975 年都变得很危险，到 1976 年，公司股价从 61 美元下降到了 2 美元。

非格雷厄姆型股票

43 岁的约翰·拜恩(John Byne)的上任中止了公司继续走下坡路，他通过削减成本、提升非物质资本以支撑资产负债表，并作出了战略转变，使之能够基于传统优势进行竞争。巴菲特寻求会见拜恩，这与 25 年前他寻求会见戴维森类似。巴菲特追问拜恩达数小时："他想知道我将要做的事情，和我思考的生存能力。我记得我们谈到深夜，话题涉及家庭以及其他方面。但大部分谈话是关于 GEICO 的。"[31] 1976 年，GEICO 还不是一只格雷厄姆型股票，因为它缺乏资产支持。但是，到这一阶段，巴菲特越来越多地受这些投资理念的影响，即强调公司的战略优势以及管理层的能力和诚信。拜恩给他留下了深刻的印象，并

> 运营和财政困境只是暂时的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

认为在重组过程中 GEICO 将击败其竞争对手，其经济特许权仍然完好无缺，而营运和财政困难只是暂时的。巴菲特在评价拜恩时说他就像一个把一只鸵鸟蛋放到鸡窝的鸡农，并且说："女士们，这就是竞争要做的事情。"

果断行事

他以略高于 2 美元的价格开始购买 GEICO 股票，他投资了 410 万美元购买普通股，1 940 万美元购买可转换优先股（这些股票两年后被转换）。截至 1980 年年底，波克夏耗资 4 700 万美元持有了 GEICO 的 720 万股股票（占 33%的股权）。很明显，即使在早期阶段，这也是一项伟大的投资——截至 1980 年 12 月 31 日，其市场价值已经达到了 1.053 亿美元。巴菲特在 1980 年年报中向股东指出："GEICO 代表了所有投资领域中最好的——它是一个非常重要和难以复制的业务优势与再资本增值领域特殊管理技能合理结合的产物"。巴菲特的理由是 1976 年的 GEICO 就像色拉油危机时期的美国运通。

> *两者都是独一无二的公司，源于财政打击影响的暂时困难并没有摧毁它们独特的经济基础。在 GEICO 和美国运通面临危机的情况下，患有局部可医治癌症（肯定需要一个熟练的外科医生）的经济特许权应有别于真正的"逆转（turn-around）"局面，即经理人期待和需要能够成功实现公司的比马龙效应（Pygmalion）。*[32]

到 1994 年年底，GEICO 股份的市场价值已达 16.78 亿美元。巴菲特说，在他看好新的投资机会之前，他将考虑继续增持 GEICO 股份："如果一项业务具有再次购买的吸引力，那么，重复购买很可能就是最好的选择。"[33] 1995 年，他决定购买价值达 46 亿美元的 100%的 GEICO 股权。93 岁的洛里默·戴维森继续密切关注 GEICO，而且仍然是巴菲特的"老师和朋友"。巴菲特对保险公司的热情很高。例如，1998 年，他以近 220 亿美元的价格收购了通用再保险公司（General Re）；2007 年，收购了美国轮船公司（Boat US）。这使他有更多的备用金用于产生投资回报，反过来，可以投资更多的业务领域，并创造更多的投资备用金等等。

非上市公司

运用由正常保险业务和备用金所产生的资金的第三种途径是购买拥有非

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

常雄厚经济特许权和卓越管理的非上市公司股权。从形式上看，波克夏·哈撒韦公司作为一家控股公司，它拥有各种各样的企业，其中包括《布法罗新闻》(*Buffalo News*，每日和周日的报纸)、时思糖果(See's Candy Shops，巧克力和其他糖果)、斯科特·费策尔(Scott Fetzer，多样化的生产和销售)、内布拉斯加州家具卖场(Nebraska Furniture Mart，NFM，零售商家居用品)以及众多鞋类制造商和分销商、珠宝店、飞安国际公司(Flight Safety International)和6 000个乳品皇后店(Dairy Queen stores)。

这些企业正在以非常自然的方式运营。事实上，波克夏通常坚持认为它们还应配备合适的优秀管理层，然后才可以纳入波克夏投资组合。所有经营决策由各企业自己作出，而投资决定和其他资本分配决策则由巴菲特与蒙吉尔协商确定。

> 波克夏的管理层在几个主要方面是不同寻常的。举例来说，这些人中富人的比例非常高，他们管理的企业有着大量资产。他们工作的目的既不是因为他们需要钱，也不是因为他们有合同义务——我们在波克夏没有合同。相反，他们漫长而艰苦地工作，仅仅因为他们热爱他们的事业。我故意用"他们的"这个词，因为这些管理层认真负责——这里并没有在奥马哈课堂上的展示和讲授，没有由总部批准的预算以及关于资本支出的声明。我们只是要求我们的管理层管理好自己的公司，就像对待他们家庭的唯一资产一样，并得以保持至下一个世纪。[34]

为了给此类公司提供一些建议，巴菲特和蒙吉尔对我们将要关注的时思糖果和内布拉斯加州家具卖场感兴趣。请注意，同样的原则也适用于全资和仅占少数股权的公司评价。

时思糖果

时思糖果的故事说明了来源于强大市场优势地位、杰出的管理以及最低附加资本对销售和利润增长的好处。1972 年，波克夏的一家关联公司(蓝筹印花公司，Blue Chip Stamps)收购控股了时思糖果公司——一个位于西海岸的盒装巧克力生产商和零售商。卖方要价为 4 000 万美元，但该公司拥有1 000万美元的多余现金，因此，真正的报价是 3 000 万美元。蒙吉尔通过自己的投资基金对蓝筹印花公司和时思糖果感兴趣，而巴菲特尚未充分凝练出基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于经济特许权价值的投资哲学，特别是巴菲特仍然受到格雷厄姆思想的强烈影响。这意味着他们拒绝为仅仅 700 万美元的有形资产净值的时思糖果公司支付 3 000 万美元，他们愿意支付的最高价格是 2 500 万美元。幸运的是，卖方接受了这一报价。

在以后 20 年里，公司每年的税前利润从 420 万美元增加至 4 240 万美元。这听起来令人印象深刻，但在此之前要作出判断，分析师需要知道为此必须有多少附加资本。例如，一家年利润 420 万美元的钢铁生产商需要利用 4 000万美元的资本。传统投资者可能给这家公司的估值比时思糖果公司更高，因为它有更多的资产支持(假设盈利预测类似)。然而，巴菲特却给钢铁生产商的估值要少得多，因为它的增长需要更多的资本支持。让我们假设这两家公司的产量和利润增长均为 10 倍，钢铁生产商创造利润 4 200 万美元需要 4 亿美元的资本，而时思糖果创造同样利润的资本需求从 700 万美元增加到 7 000万美元(在这一假设和简化情况下)。钢铁生产商不得不拿出额外的 3.6 亿美元投资于工厂机器等等，而时思糖果只需要 6 300 万美元的额外投资。与钢铁生产商相比，时思糖果可节约额外的 2.97 亿美元，并让股东投资于其他地方。

低资本需求

事实上，在波克夏购买后的 20 年里，时思糖果一直有着卓越的管理，它正常运营只需 2 500 万美元的净资产支持。在 700 万美元初始资本的基础上，只需补充 1 800 万美元的再投资收益，而其利润可增长 10 倍至 4 240 万美元，但资本占用增加不到 4 倍。这使时思糖果可在这 20 年内把惊人的 4.1 亿美元分配给股东。对于 2 500 万美元的投资而言，这是一项多好投资！

这项投资业务的质量得到持续的改善，2007 年的税前利润已达 8 200 万美元，但所需的业务经营资本只有 4 000 万美元。自 1972 年以来的盈利(税前)达到了难以置信的 13.5 亿美元，其中的大部分被用来收购其他企业。正如巴菲特在 2007 年写信给股东时所说："没有什么比用 4 亿美元的有形资产净值去获得约 8 200 万美元的税前收益更糟糕的事……可是……最好是用不多的资本创造持续增长的收益流。在这方面，请请教美国微软公司和谷歌公司(Google)"。

因为时思糖果的产品质量和服务在顾客中的声誉很好，因而它拥有较强的定价能力。这种定价能力主要是在 1972 年形成的，但随着赫金斯(Chuck Huggins)的到来(波克夏购买以后实行了"五分钟"负责制)，它被强有力地利用。与此同时，赫金斯将全部精力集中于成本和资本利用，产生了如前所述的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很好经济效果。赫金斯方法提供的这些回报可以从表 6.5 中前 10 年(1973 年至 1982 年)和 2007 年的情况看出一些迹象。他从不参加大型商店的开幕式，也不谋求通过降低价格来显著扩大销售额，也就是说，在这 10 年中，每家商店销售糖果的数量变化不大，但每磅价格大幅上升。在非常有限的资本投资项目中，时思糖果坚持其利基(专长)和利润率增长。只要管理层能抵制更多的诱惑，即在具有竞争优势的那些经营领域以外地区(地理上)进行扩张，花费大量投资资金且资本收益率低。

表 6.5　时思糖果的数据[34]

年末	收入	税后利润	糖果销售的磅数	年末营业的商店数量
2007.12.31	383 百万美元	53.3 百万美元	31.0 百万	大约 200
1982.12.31	123.7 百万美元	12.7 百万美元	24.2 百万	202
1973.12.31	35.1 百万美元	2.1 百万美元	17.8 百万	169

> 时思糖果公司的优势很强而且很重要。在我们的主要销售区美国西部，与任何竞争对手相比，我们的糖果都有一个巨大的利润优势。事实上，我们认为大多数巧克力爱好者愿意以 2 倍或 3 倍的糖果价格购买。(糖果犹如股票，价格和价值可以有所不同，价格是你付出的，价值则是你得到的。)我们商店的客户服务质量——经营网点遍及全国各地，但并不全是特许经营——与我们的产品同样好。快乐、有益与个性化的时思糖果商标也就是包装盒上的标志。这是不小的商业成就，我们需要雇用约 2 000 名季节性工人，我们不知道有那家类似规模的组织能提供比赫金斯和他的助手提供的客户服务质量更好。[35]

内布拉斯加家具卖场

大部分零售企业处于竞争弱势，几乎没有定价能力，而且没有经济特许权。在很多零售领域，领先者很容易被竞争对手复制，竞争优势从而被迅速削弱。通常情况下，供应商比零售商处于更有利的位置，新手很容易进入该行业，地位很少是独特的，客户服务改进策略也可以模仿。

出于这些原因，巴菲特对零售业务投资一向很谨慎。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

流星现象在零售业比制造业或服务业更为常见。在一定程度上，这是因为零售商必须日复一日地保持整洁漂亮，你的竞争对手始终在模仿，然后试图超过你。消费者同时被一大批新商户以可以想像的各种方式所吸引。在零售业，守旧注定要失败。与这种必须日复一日赶时髦的行业相比，也存在我称之为一次性时髦的行业。举例来说，假如你很聪明地最早购买了网络游戏电视台。[37]

例外规则

尽管巴菲特提出了警告，波克夏控制了除时思糖果、鞋类店铺、珠宝店和他非常喜爱的内布拉斯加州家具卖场（NFM）外的企业。那么，究竟是什么吸引了巴菲特钟情于 NFM？1983 年，NFM 在奥马哈的一个 20 万平方英尺的商店创造了 1 亿美元的年度销售额，它并没有其他业务。管理层集中精力对客户薄利多销，保持在一个地点的营业规模不断增长。巴菲特指出，在评估一家企业时，他问自己的一个关键问题是，假如他有充足的资本和熟练的技术员工，他是否喜欢与它竞争。“我宁愿与灰熊摔跤，而不愿与布夫人（布朗金，Blumkin）和她的后代竞争。”[38]布朗金是一个商业经营家族，1983 年，他们将 90%的股份以 5 500 万美元的价格卖给了巴菲特。他把该企业视为美国最不寻常的企业之一。“他们明智地买入，他们以竞争对手做梦也想不到的低运作费用比率经营，这为他们的客户节省了不少开支。这是一个理想的企业——一个为客户的额外价值而建立、进而转化为股东附加经济利益的企业。”[39]该企业提供附加价值的商誉是如此之高，以至于客户不远几百英里到该企业来购物。NFM 审慎地以业内毛利率约一半的收益水平经营，企业运行具有惊人的效率和明智的批量采购，所有这一切都提升了相对投资资本的高收益。

关注企业背后的人

巴菲特重视对他人的评价。他只与那些诚信的人保持长期关系。一旦他决定与某人打交道，他就相信他，并准备冒险把资金交给他。例如，在与布夫人和她家人打交道时，他从不要求审计 NFM——实际上该公司是从未有过的。他既不要求提供存货清单，也不去核实应收款，他甚至没有检查过他们的财产证明。“我们给布夫人一张 5 500 万美元的支票，她为我们提供了她的保证，这是一个恰当的交换。”[40]要知道，巴菲特不是购买一个只是有有形资产、品牌等等意义上

> 企业成功取决于管理它的人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的企业，他购买的是由诚实和能干的人管理的持续经营企业。如果他一开始就不相信他们，他又如何能相信他们以后能够管理好他的钱呢？企业的成功取决于管理它们的人。如果你对他们某些方面的个性不满意，你就根本不应该与他们打交道。如果你对他们满意，那么，你必须完全信任他们。

对于布夫人和她的家人，巴菲特崇拜了多年。他知道他们拥有很高的声誉，他了解布夫人的经营策略和道德品质，她的座右铭是："廉价销售，说实话"。

一个惊艳的商业故事

在奥马哈地区，布夫人的故事富有传奇色彩——美国人的梦想成真。大约在第一次世界大战结束的时候，23 岁的她与边界警卫交谈，告诉他们她要离开俄罗斯前往美国，但她不会讲英语，也没有受过正规教育(只是靠她女儿放学后慢慢地教她)。她依靠贩卖旧服装赚了 500 美元，然后，她用这笔钱于 1937 年开了一家家具商店。在接下来的半个世纪中，她逐渐建立起了后来出售给波克夏的企业。1983 年，90 岁的她仍然拒绝退休，并继续冒她所说的"输掉弹子游戏(losing her marbles)"的风险。波克夏控股以后，她留任董事会主席，她每周安排七天的销售演讲。尽管她的儿子，NFM 的总裁路易·布朗金(Louie Blumkin)和他的三个儿子都有能力掌管公司经营的任务，但她仍然继续工作。巴菲特说："遗传学家应该翻筋斗越过布朗金家族"[41]。他们是真正的优秀管理者：

> 他们都：(1)倾注满腔热情和干劲，这使本·富兰克林(Ben Franklin)和哈拉迪奥·阿尔杰(Haratio Alger)看起来像是拒绝传统社会的人；(2)非常现实地界定特殊领域的能力和遇事果断地采取行动；(3)无视那些最诱人但不属于自身特殊能力范围的提案；(4)始终举止得体地与人交往。[42]

你不可能得到一个秘诀去支持管理层和投资者。布夫人继续在 NFM"卖得多和做得快"[43]，直到她 96 岁时辞职为止。然而，她*仍然*太年轻不能退休，她开始了销售地毯和家具的新行当，并继续一周七天的工作。当她 99 岁时，她同意将房地产的新业务出售给 NFM，但坚持要求以她自己的方式由她继续管理地毯业务运作。作为回报，巴菲特半开玩笑地让她签署了一个非竞争协议，她 89 岁时曾后悔没有这样做。作为一个百岁老人，她仍然每周工作七天。巴菲特不断提醒他的投资者，现在他虽然超过 70 岁，但他不打算退休，伟大的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管理层往往在正常退休年龄以后才刚刚开始走上正轨。

查尔斯·蒙吉尔——从店铺助理到亿万富翁

蒙吉尔在奥马哈长大，少年时即开始在巴菲特祖父的杂货店工作。然而，这两名男人一生永远不会满足（蒙吉尔当时 7 岁）。“巴菲特家族商店提供了一个非常理想的经商入门学习场所，”蒙吉尔说，“那需要艰苦而准确无误地工作至深夜，这造成了包括我在内许多青年人（以及稍后的欧内斯特孙子沃伦）试图寻找一个更轻松的职业，并能在那里愉快地完善自我。”[44]

法律与投资

从哈佛大学法学院毕业后，蒙吉尔在美国洛杉矶成立了一个律师事务所。他和巴菲特于 1959 年相聚，谈话的主题是投资，巴菲特试图说服他投资比从事法律工作更有利可图。“我告诉他，法律作为业余爱好是不错的，但他可以做得更好。”[45]巴菲特的论点确实有一定的份量，因为蒙吉尔在 1962 年设立了一个投资管理公司。他的投资组合集中于极少数股票，因此，其业绩表现的波动性大于多数基金。他努力寻找那些价格明显低于内在价值的股票，在接下来的 14 年中，尽管遭遇 1973 年至 1974 年的熊市，但他创造的平均年度收益率仍然达到 19.8%，这是市场平均水平的 3 倍以上。

在整个 1960 年代和 1970 年代，这两个男人经常在一起讨论投资学，偶尔购买同一家公司的股票。直到 20 世纪 70 年代末，当蒙吉尔把他的一些股权合并到波克夏以后，他变成了一个股东。

个性

蒙吉尔是俭朴的，但不是一个守财奴。他常常乘经济舱*旅行，但却捐款给英国慈善机构乐施会（Oxfam）。他很诙谐（以枯燥无味的方式），但有时达到生硬粗鲁的地步。他曾说，“在我一生中，从未有人说过我谦虚。尽管谦卑是我很欣赏的特质，但我不认为我完全明白我投资的全部股票。”[46]在 1998 年度波克夏股东会议上，一名质问者询问有消息说解决附属公司的价值问题是为了他自己。巴菲特开玩笑说，“噢，好人先生”。[47]他将提出现代投资组合理论的学者形容为：“我甚至无法归类的一种痴呆症”[48]。他对投资银行分析师

---

* 目前他乘坐奈特捷公司航班，这是一家波克夏的子公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的能力并没有表现出足够的尊重，正如巴菲特在波克夏 1999 年报告中叙述的以下故事：

> 1985 年，一家较大的投资银行答应出售给斯科特·费策尔，但竞价者很多——不过最终没有成功。对于这次失败，我写信给拉尔夫·舒伊(Ralph Schey)——斯科特·费策尔公司当时和现在的 CEO，表示有兴趣购买这家银行。我从来没有见过拉尔夫，但在一个星期内，我们达成了一个协议。很遗憾，斯科特·费策尔关于投资银行的业务约定书在销售额的基础上再提供 250 万美元的手续费，尽管它与是否能找到买主无关。我猜首席银行家意识到他应该为他的付款做些什么，因此，他慷慨地为我们提供了他的公司准备好的斯科特·费策尔协议书的副本。查理以其一贯的机智回答说："为了不去阅读它，我愿意支付 250 万美元。"

蒙吉尔非常敬佩巴菲特的才智，但认为有时候有必要限制他的热情。巴菲特称他为"可恶的性情乖僻之人"[49]，戏弄他在公开会议上不愿意给出豪爽的答案："查理不会为诺言买单"[50]。

投资哲学的演变

本杰明·格雷厄姆认为一家公司的内在价值由其未来的长期盈利能力所决定的。鉴于此，乍一看，他把注意力集中在那些相对于股价其资产净值较高的公司似乎是自相矛盾的。他坚持认为具有很高净资产的公司最终将产生高额盈利，股票价格也将上升到足以反映这一点。盈利上升或扭亏为盈不外乎以下几种原因：也许是部分企业的退出使该行业的供给和需求重归平衡，剩余的企业可以提高价格和恢复盈利能力；也许是管理团队觉醒了或者被更换了，进而采取了正确的恢复公司盈利能力的整改行动；也许是该公司面临将被出售或清算的压力。

抛弃资产负债表

虽然格雷厄姆重视盈利能力、内在价值等因素，但他首要强调的是资产净值。他虽然知道定性因素对盈利能力非常重要，但他发现，很难相信主要依靠主观分析得出的判断结论。当无法获得有关因素的明确数据时，如"管理水平(质量)"或"经营前景"等，对安全边际的探寻使他重新回到客观数据上，即主

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要基于资产负债表。他知道这仅仅是他真正想了解指标(未来盈利)的代表，但至少这是基于客观测度的指标。他失败的经验意味着不能过于强调容易受一时热情或非理性影响而得出的猜想的重要性。然而，认识定性因素是很重要的，而且必须将它们纳入分析之中。除了防御型价值投资方法以外，他的其他方法都要考虑经营前景和管理水平方面的情况。然而，为了控制用感情和猜测替代客观证据的主观冲动，他坚持认为，公司具有固有的稳定性，也就是说，行业和企业具有变革阻力。因此，过去表现的结果可以看作是未来盈利的一个更可靠的指向性指标。总之，格雷厄姆的谨慎投资方法坚持认为公司必须经过两方面的检验：首先是定量，然后是定性。而且，在这两个方面检验中，最大权重应放在客观数据与稳定性上。

走向定性

巴菲特逐渐抛弃了格雷厄姆关于评估内在价值和安全边际时可接受信息类型的限制。他同意格雷厄姆关于投资必须进行经营分析的观点(股市不是赌博台)，但巴菲特的分析更加重视对未来盈利的主管看法，对资产状况关注较少。事实上，巴菲特往往选择资产不多的公司，因为这意味着当它投资扩张时只需注入少量的资本。

在职业生涯早期，巴菲特做了一些格雷厄姆型投资，如斯佩里公司(Sperry)、哈钦森公司(Hutchinson)、登普斯特轧机制造公司和霍柴德孔恩公司，但当它们的表现很糟糕时，他越来越感到失望。这通常是因为该行业或企业的经济状况持续恶化所致。格雷厄姆依靠释放锁定在一家公司的价值矫正机制似乎并不能充分地产生一贯具有吸引力的回报。

格雷厄姆型股票的问题

对于格雷厄姆型股票而言，若要表现良好，价格必须从低于内在价值开始上升到达到或超过内在价值，当该行业的竞争环境继续恶化时，这种情况难以发生。更常见的情况是价格也会上升，但速度太慢，难以获得一个良好的综合回报。例如，假设巴菲特以 20 美元的价格购买了一只内在价值为每股 27 美元(格雷厄姆式计算)的纺织公司股票，那么，这只股票的合理安全边际是价值被低估了 26%。如果在一年内该股票价格上升到 27 美元，那么，投资者获得了非常满意的收益率。

问题是许多此类股票的价格在第一年甚至第二年或第三年也无法上升到它们内在价值的水平。所以，如果需要三年该股票价格才达到其内在价值水平，那么，每年的收益率仅有 10.5%；而如果需要四年，则年收益率低于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

7.8%。如果该股票在20美元的水平持续徘徊，那么，收益率自然为零。这里有一个价值变现的问题。如果价值不能迅速反映在股票价格上，投资者的最终收益率将低于储蓄账户收益率。巴菲特的结论是：只有当股票市场正在经历价值被严重低估的特殊阶段时，格雷厄姆型投资方法才有应用价值。

盈利的可预测性

巴菲特指出，在一般股票市场条件下，大多数"廉价"股票属于夕阳产业中的平庸公司。虽然历史上这些企业可能很稳定，但这样的企业真的难以预见其未来盈利状况。无情的产业经济规律意味着当它们经历了相对成功的周期以后，其未来长期趋势将是走下坡路。

此外，如果你曾经持有成功的格雷厄姆型股票，你的回报可能深受由卖出股票产生的资本收益纳税的不利影响，因为它们接近内在价值从而侵蚀了利润。格雷厄姆投资哲学的主要缺点是所购买的股票都必须符合定量规则。而这些规则又是如此严格，以至于大多数股票都被排除在外。表6.4所示的公司中，若有的话，即使是最成功的巴菲特型投资，也很少符合格雷厄姆要求的标准，像可口可乐、《华盛顿邮报》和宝洁公司均没有足够的资产。"我被告知要偏爱有形资产，并避免其价值在很大程度上取决于经济商誉的企业。这种偏见导致我犯了许多严重不作为的投资错误。"[51]

思想转变

巴菲特说他的思想发生了"剧烈的"[52]变化，但这不是一个快速和容易的过程：

> 凯恩斯认为问题之所在："困难不在于新的想法，而在于摆脱旧的思想。"我的思想转变被长期拖延，部分原因是因为老师教给我的大部分内容非常宝贵(并将继续)，所以，说到底，是对公司的了解，不论是直接还是间接的体验，它们形成了我目前对拥有持久商誉并利用最低限度有形资产的公司有特别的偏好。[53]

查尔斯·蒙吉尔帮助巴菲特转变思想，而他又受到费雪的影响，他们三人都主张只投资那些拥有持续盈利能力的经济背景、并且可以以较大的安全边际价格购买的公司股票。

> 我们的目标是以明智的价格找到一个优质公司，而不是以低价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

找到一个平庸公司。查理和我都发现，制作女士丝绸钱包是我们可以做得最好的业务，但巧妇难为无米之炊，我们还是失败了。（必须指出，你的董事长常常是学得快的人，真正认识到购买一家优质公司的重要性可能需要 20 年。在此期间，我搜索"便宜货"——并不幸找到了一些。我得到的惩罚是关于短期农具制造商、第三位的百货公司和新英格兰纺织品制造商经济状况的教育。）[54]

投资原则

公司分析

要成为一个成功的投资者，首先你必须是一个很好的公司价值评估者。有太多的所谓投资者花费了大量时间分析股票市场规律、后市可能的投资热点或市场所处的趋势阶段、动量和势头、图表趋势线或未来走势的预测。

"专业"投资者——那些管理成千上万亿资金的人，他们应该为这场金融风暴负责（指 1987 年的股市动荡）。许多著名基金管理层不是把关注的重点放在公司今后几年将做什么，而是关注其他基金管理层将在未来的日子里做什么。对于他们来说，股票仅仅是一种游戏的象征，犹如《大富翁》（*Monopoly*）里的顶针和熨斗。[55]

蒙吉尔和巴菲特将了解他们所购买股票的公司看作是他们生活的一部分，他们需要了解公司日常管理的运作情况，他们分析行业和企业的基本经济状况，以确保他们是满意的。"约翰 · 梅纳德 · 凯恩斯说，不要尝试去破解市场行为规律，而要搞清楚你熟悉的公司，并专注于它。"[56]巴菲特说，本杰明 · 格雷厄姆在《精明的投资者》中有关投资最重要的九个词是："讲究实效是最精明的投资（Investing is most intelligent when it is most businesslike）"[57]。

要成为一个成功的投资者，首先你必须是一个很好的公司评估者

设想你购买了公司的所有股份

蒙吉尔和巴菲特通常将一项投资视同他们购买了该公司的所有股份，尽管他们可能只是购买了其中的小部分股票。这样做的目的是为了养成企业分析师的思维方法，而不仅仅是市场分析师或证券分析师：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果我关注一家保险公司或票据公司，那么，我将自己置身于我刚刚继承了该公司财产的心境，而且这是我家人的唯一财产。我会怎样对待它呢？我考虑的是什么呢？我担心的又是什么呢？谁将是我的竞争对手？谁是我的客户？去和他们谈谈，找出本公司对比其他公司的优势和劣势。如果你已经做到了这一点，那么，你可能比管理层更多地了解这个企业。[58]

勤奋比智商更重要

要成为一个成功的投资者，你只需要运用一些简单并经过验证的原则，需要训练有素和辛勤工作的能力，而不需要非常高的智商。大量阅读需要做的：不只是你感兴趣的公司年报，而且包括竞争对手的年报，这些报告是最重要的原始资料，而且需要补充行业报告和个人的原创性研究。例如，当巴菲特首次发现 GEICO 的时候，他花了很多时间在图书馆搜集诸如保险业统计数据等资料，他阅读了关于保险的许多书籍，并就这个问题与保险业专家以及保险公司管理层交谈。当他关注美国运通的时候，他坐在他最喜欢的牛排餐厅收银机的后面使用美国证券交易所卡片系统清点客户人数。当迪斯尼进入他的视线后，他坐在电影院观看《欢乐满人间》(*Mary Poppins*)的年轻人中间。“在正确的时机选择正确的股票，只要公司继续保持良好态势，就应一直持有它们。”[59]

公司类型

关键的问题是：什么是优质公司？设想你只能购买你所在县或州的私人公司股票，那么，什么是你最希望了解的企业特征？首先，我希望，你会尝试评估每家企业的长期经济特征；第二个问题是企业管理层的能力和诚信状况；第三，你愿意付出的明智但不慷慨的价格。你肯定不会做的是购买所有当地企业的股票，你将自己局限于你了解的那些按上述标准排名最高的公司股票。主观认为风险可以通过在你很少了解或没有任何特殊理由的企业间分散投资而减少，那将是一个错误。

巴菲特和蒙吉尔通常关注下列主要标准：

■ *有利的长期前景*　公司必须有一个非常难以复制的经营优势，这种优势导致并且将继续产生持续盈利。这种竞争优势必须是“令人垂涎的”和持久的，必须拥有受到严密保护的经济特许权。

■ *由诚信且有能力的人管理*　管理层必须既能干又以股东利益最大化为导向，他们应具有高度的诚信，足以让你喜欢、信任和敬佩他们。他们在管

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理上的特殊技能与他们的资本分配技能应该相称。

■ *熟悉的公司* “投资者应该记住，他们的记分卡并不是按照奥运会跳水计分方法来计算，即不考虑难度系数来计分。如果你正确地判断出一家企业的价值在很大程度上取决于一个容易理解和持久的关键因素，这与你通过许多不断变化和复杂变量而得出的正确分析结论相比，二者的回报是一样的。”[60]

■ *股票价格具有吸引力* 识别满足前三个标准的公司是可能的，但是，这些美妙的公司股票通常已经具有高价格。就内在价值计算与价格的关系而言，价格必须是“明智的(sensible)”，并存在一个较大的安全边际。幸运的是，时不时地，优质公司发现它们自己处于不利境况，股票被市场错误定价。

对于受益于这种分析风格的投资者来说，必须专心努力，不被任何没有良好经济面或卓越管理的公司所打扰，应集中关注少数明显优秀的公司。

> 查理和我并没有聪明到可以熟练地购买和卖出普通公司股票而取得巨大成就的程度……我们也不认为其他投资者通过像蜜蜂一样在花丛间飞来飞去就能够实现长期投资成功。实际上，按照著名“投资大师”的说法，我们认为频繁交易就像是反复进行一夜情式的风流韵事(one-night stands a romantic)。[61]

在经济特许权和管理水平分析中，所有艰苦工作的目标是估算内在价值，即通过与当前价格的比较分析，确定股票价格是否有足够的安全边际。见图6.1。

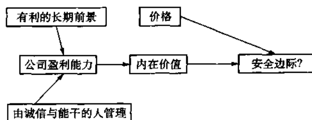


图 6.1 巴菲特与蒙吉尔的经营前景投资

“注定必然如此”公司 (The Inevitables)

值得拥有的最佳类型公司是巴菲特称之为“注定必然如此”伟大的公司，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些公司拥有很强的长期竞争优势，并将主宰所在领域 25～30 年。专心某行业的"注定必然如此"公司不太可能经历重大变故。而一个快速变化的产业排除了任何一家公司主宰一个领域 30 年的可能性。

火星使命

设想你承担了一项耗时 10 年前往火星的使命，在你离开期间，你不能改变你的投资组合，如果你现在只能投资一只股票，那么，你会希望寻找什么样的股票呢？答案是必然的，你必须寻找一个处于稳定增长趋势行业、领先地位仍将继续保持的企业。一个多世纪以来，确实出现了一些经营业务持续增长几十年的公司，如在过去 50 年里一直处于行业龙头地位的公司代表——可口可乐。

可口可乐公司创立于 19 世纪 80 年代，并于 1919 年上市，上市时的股票价格为每股 40 美元，但第二年就下跌至每股 19 美元。1938 年，《财富》杂志介绍了可口可乐的创业故事，暗示虽然它是一家优质公司，但由于市场已经饱和，而且竞争降低了它的未来成长潜力，此时购买这只股票已经太晚。事实上，在接下来的 50 年间，可口可乐的饮料销售总量增加了 50 倍以上，股票价格上涨超过了 600 倍。如果 1919 年持有一股该股票，那么，今天已经是一个百万富翁了。可口可乐在战略和业务运营上的优势持续到了今天："公司的基础业务——支持可口可乐强大竞争优势和令人惊奇的经营业绩——多年始终如一"[62]。

就可口可乐和吉列这样的公司来说，不同的预测者对它们产品的未来需求估计会略有差异，但很少有人认为它们的优势地位会被动摇。这并不是说这些"注定必然如此"公司的管理团队有可能放松和自满，他们必然会继续创新，并追求以最高效率管理公司业务。如果分析显示公司有一个诚信和能干的管理团队，那么，这就不是一个问题。

多数市场领头羊不是"注定必然如此"公司

市场领头羊并不等于是"注定必然如此"的公司。通用、柯达和西尔斯(Sears)均享有它们不可战胜的时期。"对于每一个'注定必然如此'公司，也有不少冒名顶替者，这些公司现在得意洋洋，但很容易受到竞争的打击。"[63]

不要指望找出一长串"注定必然如此"公司的名单。巴菲特认为，他和蒙吉尔永远无法给出一个长达 20 只股票的清单，第 9 和第 10 章介绍的分析工具可以帮助投资者排除那些容易受到竞争打击而不需要进一步审视的公司。

购买"注定必然如此"公司股票也可能是错误交易

当你找到了一只"注定必然如此"公司股票，仍然可能在购买时犯错误，你有可能为最好的公司股票支付了过高的价格。深层次的问题是管理层可能会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

偏离优势业务，最终忽略已经成功建立的优势核心业务。这正是精明的管理层将可口可乐和吉列重归核心业务之前所发生的事情：

> 你会相信几十年后可口可乐会变得弱小，吉列会勘探石油吗？查理和我最担心的主要损失是那些我们重点关注的看起来很杰出的公司。我们时常能看到价值增长在傲慢或厌倦面前停滞，并导致管理层迷茫，但这不会发生在可口可乐和吉列公司，并非因为它们现在和未来的管理状况。[64]

穿孔卡片与绝对乐感

在投资购买之前，投资者需要确认拟购买的股票是真正优质的。真正的优质股票很少处于低价格，投资者不应指望股票市场始终很活跃——每年有一个或两个好的概念就足够了。巴菲特略有夸大地指出了问题的关键："近乎昏睡的懒惰仍然是我们投资风格的基石"[65]。他说，在投资者投资生涯的开始就应准备一个可打 20 个孔的卡，此卡伴随投资生涯终生，每作出一次投资决策就在卡上打一个孔，投资者投资职业生涯剩余可用的机会就少了一次。如果本着为每次重大的投资机遇节省使用想法，那么，这张卡将永远不会被用完。"很久以前，查理和我认为在一生的投资寿命内，很难作出数百次明智决策……我们采取了一项迫使我们变得更明智的策略——并非要求总是太聪明——而只是极少数的几次。事实上，我们现在只是满足于一年有一个很好的主意（查理说这是我的转折点）。"[66]巴菲特说，他做过一项关于投资规模的研究报告（当他管理投资合伙基金的时候），结论是较大的投资通常更好：

> 真正的优质股票很少处于低价格

> 投资者在作出大的投资决策时，存在一个关于检查、评论和知识的临界点需要克服，避免随意作出小的决策。有人说"我买了 100 股这个或那个股票，是因为我在某天的一个晚会上听说了这件事"。显然，投资者热衷于在没有很好思考情况下进行小规模交易决策的倾向。[67]

投资者对所投资的股票必须表现出热情：他或她需要完全相信它是有吸引力的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为何个人投资者可以战胜机构投资者

相比典型职业基金管理人，个人投资者拥有巨大的优势，因为他或她可以一直等到理想股票的出现，他没有必要每月甚至每年都在市场上投资。用棒球来比喻(巴菲特经常这样做)的话，个人投资者(或独立的专业投资者)可以站在本垒上，并等待很长时间再做出完美一击。此外，如果你经得住三个切球的话，你就不能被判定停止比赛：

> 我们试图运用泰德·威廉姆斯式(Ted Williams)的训练。在他的《科学击球》一书中，泰德解释说，他给每个同样大小的棒球雕刻出77个好球部位。他知道，猛击球的"最佳"部位，可以得400分；击打球的"最差"部位——好球区的外侧低角，会降低到230分。换言之，等待好打的球，就意味着进入名人堂；不分青红皂白地击打，将意味着小职业球队竞赛联合会的入场券。[68]

竞争优势圈(Circle of competence)

投资者必须充分了解公司资金的投向。对于个人投资者而言，要了解几十个行业和公司是不可能的。重要的是，投资者必须在认识到这一事实的基础上，围绕他理解的公司得出关于竞争优势圈的判断。图6.1显示的竞争优势圈中那些不符合投资标准的应从候选对象中排除，投资者绝对不应投资竞争优势圈之外的公司：

> 就你选择的竞争优势圈而言，最重要的事情不是竞争优势圈有多大的面积，而是如何界定你的边缘。如果你知道边缘在哪里，那么，你比得到一个有5倍大的面积、但边缘非常模糊的竞争优势圈更有利。[69]

溺水者往往是游泳技术最好的人

对于解决某一问题拥有一些专门知识和相对优势的人而言，也需要认清你的能力极限。你可以集中精力跨过你有能力跨过去的1英尺栏架，而不是7英尺的栏架。查尔斯·蒙吉尔以这种方式来说明它：

> 牢记一些显而易见的道理比试图把握深奥的理论得益更多。值得注意的是，像我们这样做只是试图做到并不愚蠢，而不是努力变成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最精明的人，这可能反而具有更强的长期优势。智慧谚语说："溺水者往往是游泳技术最好的人"。[70]

理性投资

蒙吉尔和巴菲特投资原则可以很容易地应用于科技股。他们没有选择在该领域应用的理由是他们不知道如何做到这一点，他们没有深入洞察到科技公司所拥有的真正持久的竞争优势。由于回避的不仅仅是高科技公司，而且也包括大部分工商业领域的公司，他们自然错过了一些巨大的机遇，如英特尔或微软。这是非常令人遗憾的，但也是不可避免的，因为他们不愿意分析这些公司。投资需要理性，但如果投资者不能充分了解公司及其行业，那么，就不可能是理性的。此外，在蒙吉尔和巴菲特的能力范围内也存在一些很好的投资机会。"你知道，告诉你他们有能力按照价值标准进行估值的任何人，包括董事会成员，都肯定有超出自身能力的一个夸大想法，因为它并不那么容易。但是，如果你肯花时间专注于某些行业，你将会学到很多关于估值的知识。"[71]

精通产生自信、洞察力和收益

如果投资者集中关注少数行业和公司，要想取得好业绩，他或她应具有独立的思想和信心。智慧并不等同于独立思维，许多高智商的人不会模仿。性格独立和专注是关键因素，它将使你能够独立思考和避免"从众"行为。通过真正了解行业和公司，你可以相信你自己的观察和结论，而不是迎合别人。精通并不会导致轻视，它有助于产生自信、洞察力和收益。

内在价值与安全边际

内在价值是公司商业剩余存续期内现金流的贴现值。任何金融资产的价值，无论是普通股、债券或由现金流入和流出所确定的某种混合文书，它是以适当贴现率计算的金融资产持有人在无限时间范围内可获得的全部净流入资产的价值。由于债券一般都有定期息票和赎回日期，因此，持有人持有债券的未来现金流估计相对容易。自然地，难题随之而来，例如，对借款人继续息票支付的能力可能越来越受到怀疑，在这种情况下，往往要求重新评估债券的价值。尽管存在这些难题，债券的估值仍然相对简单一些。

贴现现金流

由于股票没有未来"息票"，普通股持有人的现金流必须由分析师进行评估，其价值大小由管理水平、公司战略优势的稳固性等因素所决定。这些定性因素对于估值是非常重要的，但又很难精确地表述。

分析师必须进行贴现现金流计算，并选择那些当前价格与估计值具有最

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大差距的股票。这一规则有效与否取决于业务是增长还是静态的;其盈利和股息是剧烈波动还是相对稳定的;公司股票目前的市盈率、股息率或市净率是低还是高。

不精确是必然的

内在价值不可能被精确计算,它永远只是一种估计值。我们着手处理的未来事件无疑是不确定的,分析过程中需要引入主观判断。两个人评估同一公司的内在价值不可避免地存在数字差异:

> 任何人计算的内在价值必定是一个高度主观的数字,并将随未来现金流估计和利率的变化进行修正。然而,尽管是一个模糊的数据,但内在价值是非常重要的,并且是评价一项投资和一家公司相对吸引力的唯一合乎逻辑的方式。[72]

由于内在价值估计的输入因素具有主观属性,以及不符合逻辑和不合理猜想的可能性,蒙吉尔和巴菲特遵守两个进一步的规则:首先是继续跟踪他们理解的公司,“如果一个公司是复杂难懂的或不断变化的,那么,我们有没有足够的智慧预测其未来现金流呢?”[73]第二,他们强调购买价格必须存在安全边际,“如果我们计算出的普通股价值只是略高于它的价格,那么,我们没有购买的兴趣。”[74]应该有一个大的安全边际,即在计算时没有必要计算到小数点第三位。

金融学家的赞成和反对意见

就一系列重要的金融问题而言,大多数金融学家与巴菲特和蒙吉尔的看法存在巨大差异。例如,在股票定价方面,市场有效吗?然而,在股票估值这个问题上,双方很大程度上有着一致的看法,认为未来现金流的贴现赋予了股票内在价值。然而,巴菲特决心独立思考,而不是机械地遵从教科书上的观点。学者们在他们判断结果的可信度之前,希望看到长篇累牍的数学模型与计算过程,他们还希望贴现率是经过精心策划,并充分考虑到由贝塔系数测度的系统性风险(换言之,公司股票风险越高,采用的贴现率越高,即考虑风险的资本资产定价模型)。

手指和脚趾(Fingers and toes)

复杂和漫长的现金流估计过程和详细的数学分析并不是巴菲特与蒙吉尔的风格。蒙吉尔在 1996 年波克夏股东会议上指出:“在波克夏·哈撒韦公司,我们有这样一种手指和脚趾风格。沃伦总是谈论贴现现金流问题——但我从来没有见过他这样做”,巴菲特回答说,“有些事你只能在私下做”。[75]巴菲

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

特一直对数学感兴趣，利用概率做解释，他只需在他的大脑中点击计算即可。更有可能的解释是没有必要使一切问题都那么精确——只要关键数字能够明确即可。为了处理详细数学计算的问题，你可能陷入细节的困境，无法看到更大的景色。"如果（公司的价值）大声呼叫不能引起你注意，那是因为距离太近。"[76]

贴现率

在购买普通股而不是贷款给美国政府的过程中，巴菲特喜欢不做任何向上调整，而是直接运用当前无风险收益率（美国政府长期债券利率），允许额外风险的存在。他的理由是他完全了解这些公司，他已经降低了投资这些特殊公司普通股的风险——这就暗示没有风险溢酬必要："对于确定的事情我给予很大的权重……如果你这样做，那么，对风险因素的担忧没有任何意义。风险来自于你不知道自己在做什么"[77]。

巴菲特贴现的"现金流"是股东权益，其定义为：

（a）公布的业绩；加，

（b）折旧、损耗、待摊费用和确定的其他非现金支出；减，

（c）企业需要充分保持其长期竞争能力和其产量的机器设备等资本的支出额；减，

（d）企业需要充分保持其长期竞争能力和其产量的营运资本增加额。[78]

最后两个因素是估计数据，因此，股东权益数据注定是不精确的。巴菲特说他同意凯恩斯的观点："我宁愿正确的模糊数据，而不要精确的错误数据"[79]。

许多企业的股东权益不佳，因为它们不得不花费更多的（b），以维持其产量和竞争能力。也就是说，（c）+（d）大于（b）。

巴菲特的股东权益数据明显不同于许多出版物公布的"现金流"数据。通常，这些公开数据包括：（a）和（b），但没有减去（c）和（d）。"这意味着，企业面对金字塔式的商业同行——它永远是最先进的，从不需要被更换、改进或革新。"[80]这种"现金流"对于大多数制造业和服务业公司是毫无意义的数字，因为对于它们来说，（c）和（d）都是重要的——如果它们不继续投资，公司业务必将衰落。

实例：斯科特·费策尔公司

斯科特·费策尔案例表明了在计算内在价值时股东权益的使用（见表6.6）。斯科特·费策尔在1986年被收购，这是一家由22个公司组成的企业集团，包括世界图书公司（World Books）和柯比公司（Kirby）等。波克夏为此支付了3.152亿美元，而该公司仅有1.724亿美元的账面价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 6.6　1986 年斯科特·费策尔的股东权益

		千美元
(a)	1986 年按照通用会计准则的收入　加	40 231
(b)	折旧，损耗，摊销和其他非现金费用	8 301
		48 532
	减	
(c)与(d)	需要维持长期竞争能力与产量的工厂成本、设备、营运资本等等[81]	8 301
		40 231

在斯科特·费策尔案例中，巴菲特和蒙吉尔判断(c)和(d)之和小于(b)项目。波克夏所拥有的大多数公司都属于这种情况，但它并不一定普遍适用。对于 20 世纪 80 年代末的时思公司而言，巴菲特估计其(c)和(d)的年维持费超过折旧的金额在 50 万美元到 100 万美元之间，这使该公司具备竞争能力。

我们无法获得巴菲特和蒙吉尔决定购买斯科特·费策尔时的股东权益估计数据，但它们确实在随后的 9 年里有事实上的盈利(被刊登在 1994 年的波克夏报告中)。这与巴菲特的预测可能不一样，但它们给了我们关于贴现现金流计算的概念——大致在巴菲特脑子里算或在纸上仔细算。当我们考察表 6.7 时，应该铭记的是，1994 年以后的股东权益价值也应包括在内。如果斯科特·费策尔的盈利报告与股东权益相同的假设成立，即(b)等于(c)+(d)，那么，在计算公司价值时，我们可能要对第二列的数字打折扣(加上 1994 年以后的盈利估计)。很明显，不管盈利数字的贴现率是 10%、15%甚至 20%，斯科特·费策尔仍然是一个合算的交易。

表 6.7　斯科特·费策尔的业绩(1986～1994)[82]

年度	(1) 初始账面价值	(2) 盈利 (百万美元)	(3) 股息 (百万美元)	(4) 期末账面价值 (1)+(2)-(3)
1986	172.6	40.3	125.0	87.9
1987	87.9	48.6	41.0	95.5
1988	95.5	58.0	35.0	118.5
1989	118.5	58.5	71.5	105.5
1990	105.5	61.3	33.5	133.3
1991	133.3	61.4	74.0	120.7
1992	120.7	70.5	80.0	111.2
1993	111.2	77.5	98.0	90.7
1994	90.7	79.3	76.0	94.0

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此外，交易时，斯科特·费策尔还有过剩的现金。虽然1986年只赚到了4 030万美元，但它能够给波克夏支付1.25亿美元的红利，因此，你可以说波克夏付出的投资净额大大低于3.152亿美元的交付价格。在实施这一盈利和股息的成长型模式的同时，斯科特·费策尔减少了资本占用，从很少的债务到最终几乎没有任何债务，该公司也没有考虑任何人为的现金增加计划，如出售、售后回租或出售应收款等。这是一家在融资和流动性方面采取保守策略的企业，到1994年，资本收益率已达到非常高的程度，在1993年《财富》500强名单中它具有最高的股本收益率(除3家解除破产保护的公司外)。

重复把戏

低附加资本需求的公司具有很强的吸引力，这些公司带来了很高的股东权益，并给巴菲特和蒙吉尔带来了丰厚的回报。例如，仅在1985年，内布拉斯加州家具卖场、时思糖果和《布法罗晚报》3家公司为他们带来了总计7 200万美元的税前收益。这与1970年的800万美元税前收益相比，尽管增加了6 400万美元收益，但1985年的公司资本只比1970年增加约4 000万美元。"这些公司的财务特征允许我们将大部分收益投向其他地方。"[83]一般而言，美国公司每增加1美元的税前盈利需要大约5美元的附加资本。按照这一标准，这些波克夏子公司将需要股东投入3.2亿美元的附加资本，而不仅仅是4 000万美元。"抛开价格问题不说，值得拥有的好企业是能在长期时间内以很高的收益率利用增量资本的企业，而值得拥有的差企业是它必须或可能与此恰恰相反的情形——也就是说，一贯以非常低的收益率占用大量资本的企业。很遗憾，第一类企业很难被发现：多数高回报企业只需要相对较少的资本。如果企业把大部分盈利以股息回馈股东或实施重大的股票回购策略，那么，这类企业的股东将因此受益。"[84]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

7 沃伦·巴菲特与查尔斯·蒙吉尔的商业远景投资（二）

本章论述了以下内容：

- 强有力的经济特许权；
- 诚信能干管理层的标志；
- 投资过程中应该避免做什么；
- 卖出时机。

经济特许权

定价能力

可口可乐拥有世界上最宝贵的经济特许权。它拥有世界上前所未有的强力品牌，而且，同样重要的是拥有高度控制权的销售链。巴菲特和蒙吉尔希望寻找具有两个特点的公司，可口可乐肯定都具备：第一，有提高价格的能力，即使市场需求没有明显增加，提价也没有降低销售额和失去市场份额风险；第二，小幅增加附加资本即可实现销售规模的大幅增长。

替代品、特许权保护与价格管制

对于拥有定价能力的公司而言，维护其定价能力的第一个因素是其产品或服务不应有任何势均力敌的替代品，但这可能仅仅是消费者心目中的观念，而非现实情况。从牛仔裤到巧克力和软饮料等品牌产品的生产者均依赖于这种观念，因此，大量资金被用于向消费者宣传某个品牌具有额外报酬的价值。维持长期定价能力需要的第二个因素是具有强大的专利保护措施，以阻止其他公司进入该经济特许权领域。这可以通过占据规模经济地位后的各式各样方法来向其他企业传递信号，即任何企业一旦进入该领域必将招致严重的报复这样的信息来达到这种目的。第三个因素是其产品或服务没有受到政府的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价格管制。

沃特·迪斯尼(Walt Disney)

沃特·迪斯尼是一家拥有很强经济特许权的公司，全世界对这个名字无所不知，其电影资料馆和卡通人物的专利将为子孙后代产生持续利润。我们的孙辈和曾孙辈仍将看到白雪公主，迪斯尼可以获得持续的收益，而不必花费一分钱生产产品。巴菲特说，关于米老鼠的美妙事情是它没有经纪人，其创造成本在很久以前即被注销，迪斯尼可以年复一年地使用它，而不必付出更多。

时思糖果

时思糖果拥有很强的定价能力："如果你持有时思糖果，然后你对着镜子说：'镜子，墙壁上的镜子，今年秋天我的糖果可以要价多少?'那么，它会说：'更多'，因为那是一笔好买卖。"[1]

巴菲特指出，时思糖果有能力比本行业其他企业要价更高："如果你进入商店后他们说'我没有时思巧克力块，但有本店所有人推荐的杂牌巧克力块'，如果你为了购买时思巧克力块而不惜在街上到处寻找，或者如果你愿意为时思巧克力块支付比其他杂牌巧克力块更高的价格或者类似的东西，那么，这就是经济特许权的价值。"[2]

吉列和报纸

吉列是一家拥有很强定价能力的公司。

> 世界上每年大概需要消耗20至210亿片的剃刀刀片，这其中的30%是吉列公司生产的，但从价值来讲，60%是属于吉列公司的。在某些国家，如斯堪的纳维亚半岛国家和墨西哥，吉列刀片的市场占有率达到了90%。现在，只要剃须刀领域的新产品一出现，你肯定能找到一家公司，它既有技术上的创新，也有分销渠道以及在人们心中的优势……你知道，这里有你每天要做的事情——也是我希望你每天这样做的事情——每年花20美元你会获得很好的剃须体验。现在，当男人获得了这种体验后，他们并不倾向于改变。[3]

占优势的报纸也有很强的定价能力。一份在社会上占主导地位的报纸，不论是否是在一个地域社会(如一个小镇)或者是在兴趣类似的一群人中，即使涨价，它都能畅销，这是因为它的价值已经被作为这一群人的一个公告牌。然而，必须注意到，随着近年来因特网对广告客户和读者的吸引力越来越大，巴菲特和蒙吉尔更加关注某些报纸的经济特许权优势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

深厚和危险的护城河(Deep and dangerous moat)

1999 年,波克夏收购了奈特捷飞机租赁公司(NetJets),这是一家销售和管理喷气式飞机少数股权的公司。该少数股权行业正处于早期发展阶段,奈特捷飞机租赁公司处于行业支配地位,它的规模比位居其后的两家竞争对手的总和还要大,它打算通过在全世界大批量生产喷气式飞机来保持这一优势。巴菲特和蒙吉尔认为,在这个年轻的产业中构建优势的代价很昂贵,但却是非常值得的,大规模经营对客户具有最大的吸引力。"在商业航空领域,飞机数量最多的公司能给客户提供最好的服务。'收购一小部分,获得一个机群',这是 EJA (NetJets)的真正目的。"[4] 因此,奈特捷飞机租赁公司将能够给想进入这个行业的其他公司设定了一个非常高的门槛。任何一个意欲进入的竞争者将不得不花费数十亿美元,而且即便如此也没有成功的把握,因为已有的品牌企业将会采取报复行动。奈特捷飞机租赁公司的另一个重要优势是:它的两个最大竞争对手都是飞机制造商的子公司,仅仅是单一销售母公司制造的飞机而已,而奈特捷飞机租赁公司可以提供更广泛的机型、机舱风格和飞行能力。显然,在这种情况下,你是希望与奈特捷飞机租赁公司竞争还是与灰熊队搏斗呢?

平淡是真

防御性的护城河可以通过杰出的经营管理来构建,这种杰出的管理是现有竞争者和潜在进入者无法效仿的。在家具零售业,传统方式很难建立进入门槛,既不可能依靠专利权保护,也不可能是高资本投入,更不是区位优势所决定的。该行业本身并不具备有吸引力的经济条件,但在该行业却有一些公司拥有经济特许权。

以下是波克夏 1983 年开始的有关内布拉斯加州家具卖场的成功收购经验,通过这次收购,它完成了对这一领域其他主要企业的并购:1995 年收购了 R. C. Willey 家具公司,1997 年收购了明星家具公司(Star Furniture),1999 年收购了约旦家具公司(Jordan's)。约旦家具公司是一个由德迈兄弟、巴里和埃利奥特经营的家族企业,在他们的领导下,它成为了新罕布什尔州和马萨诸塞州的最大家具零售商。约旦家具公司区别于其他竞争者的策略是给客户提供令人眼花缭乱的娱乐体验,即所谓的"购物娱乐(shoppertainment)",它们给客户提供非常丰富的商品选择。现在,它在美国家具行业中每平方英尺店面具有最高的销售额。

GEICO 的护城河

由优秀管理团队成功构建深厚和危险的护城河的另一个例子是 GEICO。在保险业中,对于现实和潜在竞争对手而言,复制对手的创新是很容易的,政

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

策也很规范，获得营业许可证并不难。关于原材料、专利、版权或场所的控制措施将不会提供使公司免于竞争的任何重要优势。在保险业中，由于进入壁垒的缺失和彼此间激烈竞争，投资回报往往很差。然而，GEICO 却与众不同，它的成本非常低，GEICO 管理团队通过降低开拓新客户成本以及老客户汽车保险续期业务成本，不断深化和扩大其护城河。“这两个主要竞争优势是可持续的，其他竞争者也可复制我们的模式，但它们将无法复制我们的节约模式。”[5] GEICO 也得益于其作为一家长期提供低廉价格和高质量服务公司的市场形象，其新业务的最佳来源是客户的口碑和相互引荐。它已与数以百万计的家庭建立了长期关系，竞争对手难以破坏这种关系。

傻瓜业务

有些企业向来需要优秀的管理，稍有不慎，它们将受到来自竞争、客户或供应商的残酷打击。还有其他一些企业，它们有很强有力的经济特许权，不称职的管理层可以维持一段不会受到太严重打击的时间——即它可以由傻瓜来管理。“令人感到欣慰的是在这种企业中尽管存在某些错误管理行为，但仍然可以取得令人满意的整体业绩。”[6] 不能承受管理错误的典型企业之一是早期波克夏的纺织品经营业务，当时它即使有一支优秀的管理团队也只会产生平常的业绩。在可口可乐或《华盛顿邮报》这样的企业中，“选择顺风而非逆风产业环境”[7]是非常重要的。

击破维尔伯的论点(Wilbur)

管理层所取得的成就和业绩记录更多地取决于商业环境品质，而不是他们驾驭商船所付出的努力和技能。“如果你发现自已处在一个慢性渗漏的船上，致力于改变船只航向的努力可能比致力于修补泄漏更加有效。”[8] 投资环境最严峻的产业之一是航空运输业，乍一看，这似乎很奇怪。从小鹰空中旅行公司(Kitty Hawk)那时起，航空旅行需求每年大幅增加。作为一个投资者，你可能认为，一个每年具有数十亿美元营业额快速增长的行业肯定是一个很好的投资领域。在没有战争或重大能源危机的情况下，似乎没有理由不相信航空公司运量和运费将持续扩大占世界 GDP 的比重。这确实是事实，但巴菲特认为，如果你是小鹰的股东，那么，你应该击破维尔伯的论点：“尽管大量股本被注入，但总体而言，自从该行业诞生以来确是净亏损的。”[9] 航空公司销售的是服务，整体上这是一个产能过剩的无差别市场。如果有新的需求产生，它肯定不会是由现有企业和新加入者新增的运能。

处于大量产能过剩和“日用”商品(在客户关注的重要方面如性

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能、外观、服务支持等方面无差别)生产行业的企业最容易遇到盈利上的麻烦……如果成本和价格的确定取决于全面竞争,而供给超过市场需求,买方对其所选择的商品或配送服务知之甚少,那么,这样的产业经济领域几乎注定难以让人兴奋,而且很可能产生灾难性的后果。因此,建立并加强其产品或服务的特别品质是每一个供应商的不懈追求。这正是块状糖果生产商要做的(客户往往按品牌名称购买,而不是只要求"2盎司块状糖果"),不是简单地生产一块糖。(你是否经常听到"请给我来一杯加奶油和 C&H 糖块的咖啡"?)在很多行业,差异化策略根本没有意义。这类行业的少数生产者可能一向做得很好,只要它们拥有充分可持续的成本优势。根据定义,这种例外很少,而且,在多数行业中,这种例外是不存在的。对于绝大多数销售"日用"商品的企业而言,一个令人沮丧的商业经济定式盛行:没有价格(或成本)底线的持续产能过剩等同于很差的盈利能力。当然,产能过剩最终可能会通过产能压缩或需求的扩大而得以自我纠正。对于参与者而言,遗憾的是这种修正往往需要持续很长时间。当它们终于出现时,恢复性的繁荣再次催生扩大产能的普遍热情。于是,在几年时间之内,再次导致了产能过剩和新的不利环境。换言之,没有成功,只有失败。在这样的产业中,最终决定长期盈利水平的因素是供应紧张与供应充分年度之间的比率,而常见的比率是令人失望的。(最近好像处于纺织企业供应紧张时期——几年前也出现过——但持续时间很短暂。)[10]

伯灵顿固守针织品业务(很遗憾)

1964年,当巴菲特决定重新分配资本,让波克夏剥离纺织业务的时候,其最大的竞争对手是伯灵顿工业公司(Burlington Industries)。1964年,伯灵顿的销售额为12亿美元,而波克夏只有5 000万美元,在生产和营销上以及更高的盈利数字使它远优于波克夏。

1964年年底,其股票价格为60美元/股,而波克夏股票仅仅13美元/股。伯灵顿决定大量投资于纺织行业,1985年其销售额已经上升到28亿美元。在1964年至1985年间,其资本支出约达30亿美元,相当于在60美元/股的股票上投入了200美元/股。伯灵顿管理层也许是商业领域最好的骑手;很遗憾,他们试图骑的是一匹衰弱的马。在1964年至1985年期间,伯灵顿以美元计算的销售量大减,

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其销售收益率和股本收益率显著降低，1985 年其股票交易价格仅略高于 1964 年水平，仅为 68 美元/股(复权以后)。而在同一时期，通货膨胀率的上升使货币购买力降低了约三分之二。伯灵顿可能拥有一个了不起的纺织公司，但它不是一个杰出的企业。“当一个以才华著称的管理者应对一家基本面声誉不够好的企业时，保持不变的是企业的声誉。”[11]

诚信有能力管理层的特征

巴菲特和蒙吉尔寻找喜欢博弈和超越的管理层。

如果管理层热衷于他们的工作，并对其杰出表现津津乐道，那么，这是一个可以愉快合作的伙伴(通过股东)。除了对他们所管理企业的各种问题表现出满腔热情以外，管理层也应以同样的方式与公司股东打交道。如果说管理者像一个股东，那是“我们可以给予的最高恭维”[12]。在所有的业务决策中，他们将有一种本能和无误地从股东角度来看问题的能力，并能够采取对股东最有利的长期策略：“董事应表现为一个不在场的股东，他们应该努力以合适的方式全面提升股东的长远利益”[13]。经营波克夏子公司的经理人被赋予了一项简单的使命，即要求他们经营公司犹如他们拥有全部股权，那是他们在世界上已经拥有或将永远拥有的唯一财富。此外，他们将永远不能卖出或至少在一个世纪以内不能合并它。[14]

除了具有为股东利益努力工作的自然愿望以外，波克夏公司实现管理层和股东之间目标趋同的方式之一是确保管理者利益与他们控制财产的增值紧密联系在一起。例如，在制鞋企业——红森鞋业股份有限公司(H. H. Brown)，管理层获得的基本工资很低，但按照支付资本成本后利润的一定比例提取奖金。如果这些管理层表现良好，他们可以赚得很多。相反，如果他们为股东做得很差，他们将获得很少：“相比之下，对于高谈阔论、但不付出行动的大多数管理层(他们几乎无一例外地对待股本好像是免费的)，应该选择长期胡萝卜加短期大棒的雇用补偿制度。”[15]

机构强迫症(The institutional imperative)

巴菲特把机构强迫症比作是公司必须避免或至少应该控制的一个潜在危险的无形力量。机构强迫症是一个组织固有的偏离理性、尊严和智慧道路的倾向。例如：

1) 犹如牛顿第一运动定律，一个机构将抵制对其目前运动方向的任何

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

改变；

2）犹如以填补可利用时间的工作扩张，公司基建或收购项目将倾向于全部运用现有的资金；

3）渴求成为龙头的任何企业将很快会被其管理层的详细收益率预测和战略研究报告所支持，但这往往是愚蠢的；

4）同行企业的行为必定是无知的模仿，不论它们是扩张规模、市场定位或设定经理人员报酬标准或其他任何行为。[16]

它并不一定是唯利是图或是愚蠢的，但这往往导致公司在错误的道路上越走越远，这往往就是简单的体制动力。

外部董事会成员的工作是为公司总裁和他的团队制订标准，然后定期考察其业绩。这些非执行董事应具有商业头脑和股东利益取向。很遗憾，许多董事会由缺乏关键素质的人滥竽充数，他们基于其他原因所雇用：他们有权力关系；他们使董事会具有多样性；或者仅仅因为他们是名人。对于他们履行所承担的目标设定和绩效监测而言，这些特性是远远不够的。这导致了尽管众多 CEO 不称职，但他们仍然保住了自己的职位。其中的一个问题是董事会不能制订一个他们所期望的明确规定的业绩标准。甚至一再表现不佳的业绩监测结果可能被宣布放弃或为此进行辩解，董事会存在一种为 CEO 管理业绩唱赞歌的倾向，懒惰、阿谀奉承或不合格的非执行董事年复一年地一起唱赞歌。“董事会和 CEO 的关系被认为是意气相投的。在董事会会议上，对 CEO 业绩的批评往往被视为等同于交际上的嗳气。甚至缺少一种抑制力能够约束办公室经理去严格评估不合格的打字员。”[17]

> 非执行董事应该有商业头脑并以股东利益为出发点

由于机构强迫症一旦形成将很难得到纠正，巴菲特和蒙吉尔一般不会涉足这类企业与其管理者打交道，除非他们是可爱、值得信赖和赞赏的。“在与不合格的人处理关系上，我们从来就没有成功过。”[18]

坦诚的管理层

波克夏的年度报告因其董事会主席的坦诚而闻名。巴菲特定期报告公司的失败和成就，他希望每一位股东站在自己的立场来理解他想知道的公司业务事实。巴菲特和蒙吉尔为公司管理层寻找与他们同样诚实的人。他们认为，股东有权听取关于正面和负面因素对公司已经造成的、或正在发生的以及预期将来的结果。如果你持有一家私人公司的股票，你肯定要求看到这样一个诚实的评估报告。所以，当你在证券交易所交易股票时，你肯定需要关于公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司的这种信息。始终要对那些依靠专家或公关人士与股东沟通的CEO保持警惕，这些被雇用的帮手不可能坦诚地交谈，并让你充分了解公司的事实。

愿意告诉股东利空消息和利好消息的管理层不太可能浪费股东的资产。企业的失误必须被发现，管理层需要从教训中得到适当的学习提高："公开误导别人的CEO最终将会在私下误导自己"[19]。

当然，CEO公开自己的错误是件很难的事。但是，他们必须牢记他们对经理人也有着必须如实报告以及相信他们所鼓吹事业的同样需求。[20]蒙吉尔有句名言："你告诉我一则利空消息，定会有一则利好消息抵消它。"[21]看来，只有少数管理层能够达到巴菲特和蒙吉尔要求的高诚信标准："将信任投入资本领域的管理层似乎并不急于使他们的信任成为资本"[22]。

正派的行为

巴菲特和蒙吉尔最为关注一个人是否是"友好的"、有"好品质"或"最诚信"。在描述吉列公司的CEO——小柯尔曼·莫克勒(Colman Mockler Jr)时，巴菲特使用了"绅士"一词，这意味着他很欣赏他的正直、勇气和谦逊。[23]他不仅把大都会公司的汤姆·墨菲(Tom Murphy)和丹·伯克(Dan Burke)描述为杰出的管理者，还把他们形容为"正是那种你希望将自己的女儿嫁给他的男人"[24]。

如果你有一个高度诚信能干的管理层，你就可以管理一个与波克夏规模相当的公司，并且"仍然有时间睡个午觉"[25]。然而，如果有人向你报告说某人是骗人的、无能的或没有热情的，你将不能对付它：

> 有人曾经说过，在寻找被雇用者时，你需要看三个素质：忠诚、智慧和能力。如果他们不具备第一个素质，那么，另外两个素质将置你于死地。你想想看这是真的吗？如果你雇用的某人不具备第一个素质，你真会希望他们是愚蠢的和懒惰的。[26]

高级经理人往往为整个组织定调，至关重要的是CEO应该表现出值得效仿的行为。巴菲特要求管理层以他父亲教他的同样方式考虑他们的行为：当仔细考虑任何商业行为时，首先应该问问你自己是否乐于找到足以在报纸头版刊登并吸引家人和朋友阅读的答案，这将限制你做错事，并激励你取得值得称道的业绩表现。

1997年，在与控股股东和CEO梅尔文·沃尔夫(Melvyn Wolff)举行了两个小时的单独会谈后，巴菲特同意购买明星家具公司。正如经常出现的情

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

况，巴菲特认为没有必要检查租约和制订出就业合同等等，“我知道我在与一个忠诚的人打交道，这就足够了。”[27] 梅尔文·沃尔夫和他的妹妹雪莉(Shirley)的个性鲜明，在收购协议达成后，他们宣布将对那些帮助他们取得成功的人进行特别补偿——他们为公司的每个人分组归类补偿，这笔钱来自他们自己的口袋而不是波克夏公司。

不做假账

投资者需要准确和公正的会计数据，以便能够回答三个关键问题[28]：

1）公司的价值有多少？

2）无法兑现未来承诺义务的可能性有多大？

3）假如经理人亲自处理，是否会做得更好？

扭曲的规则

许多公司的负责人试图提供值得信赖的信息。但很遗憾，过多的会计规则“不是作为应该满足的标准，而是作为一个需要克服的障碍”[29]。巴菲特指出，许多正派的 CEO——就像你乐于为你的子女找到的配偶——为满足华尔街的欲望，他们屈服于诱惑而实施利润操纵。“盈利被视为可随意操纵的柔软腻子。”[30] 巴菲特认为会计同行乐意为经理人寻找托词提供帮助是一件不光彩的事。他认为审计员对经理人签发支票往往“惟命是从”[31]，而不是把维护投资大众的利益作为他们的首要责任。“吃谁的面包，唱谁的歌。”[32] 关于会计师的古老玩笑似乎已经成为事实，就如同它以往任何时候都如此：“二加二等于多少？”CEO 问，会计师答复道：“你想要的数字是什么？”

按股东意愿行事

许多在其他方面诚实的 CEO 被劝告盈利操纵是件好事。他们被告知，促使市场给公司股票高定价是他们的责任。值得称赞的是，为了推高股票价格，他们首先是争取实现业务上的卓越，但如果这还不够，他们将付诸可耻的会计操纵。他们会说：股东们希望看到高股票价格，至少可使公司可以运用高股价作为收购的筹码。反正，他们会辩称其他人也这样做。

骗子们

主动协助管理层欺骗投资者的还有谁？

> *以在技术上符合公认会计原则，但实际上以完全充满经济假象的方式“凭想像地”解释规则和记载商业交易……多年来，查理和我看到了许多规模惊人的会计欺诈行为，但很少有做假者受到惩罚，他们甚至没有受到谴责。用笔窃取大笔资金比用枪抢劫小笔资金更*

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

安全。[33]

投资者在预防有偏差的或人为操纵的会计数字上必须保持警惕。在计算真实盈利时，他们只能把会计账户数据仅仅作为一个起点。

通过重组费用操纵

最流行的会计把戏之一是滥用重组费用。如果管理层预测相对正常业务支出将有大量非常规的年度费用需要分摊到以后多年的情况（即新收购的子公司），他们被允许将所有这些费用计入本季度，所以，不是将费用适当分摊至有关年度，而是大规模增加本期成本。不管怎么说，当他们不得不报告业绩不佳时，管理层似乎更喜欢"忍受"本期盈利的显著下降。这可以一次性摆脱所有利空消息，股东可以期待今后几年的盈利不断增加。值得注意的是，当来自于公司以外的 CEO 被任命以后，重组费用往往很快被计入。据推测，在蜜月期间，大规模的亏损将归咎于前任管理层，然后，新的管理层通过将费用分摊到未来几年内的方式降低成本，使他们的业绩数字看起来好多了。

> 这种将所有亏损计入一个季度的行为表明了对应的"大胆、富有想像力的"方法——高尔夫计分法。在赛季的第一轮，一个高尔夫球员会忽略他的实际表现，只是用凶狠的数据简单填满他的成绩卡——双柏忌、三柏忌、四柏忌（注：高于标准杆两杆称为双柏忌），然后呈交一个分数，如 140 杆。建立了这个"储备"以后，他应该去高尔夫球商店告诉他的赞成者，表明他愿意"改进"他不完美的挥杆技术。下一步，当他采取新的挥杆技术时，他应该指望自己取得好的成绩。源于旧的挥杆技术的残余应记入早期已经建立的储备，在第五轮结束时，他的成绩记录将会是 140、80、80、80、80，而不是 91、94、89、94、92。在华尔街，他们将忽略 140 ——毕竟，它源自于已经"终止"的挥杆技术——并将我们的男主人公归类为 80 杆球手之列（一个从不会让人感到失望的竞技水平）。对于那些宁愿欺骗在前面的人而言，有一种这一战略的变种。与合作球童单独玩的高尔夫球手可以延迟记录发挥不好的洞的成绩，先以 4 个 80 杆接受他人对他竞技水平的喝彩，然后在呈交第五张 140 杆的计分卡。通过"巨额冲销"纠正他先前的不佳记分后，他可能咕哝几句道歉的话，但不会返回到他以前在俱乐部会所的总记分卡（需要补充的是，球童得到了一个忠实的顾客）。很遗憾，在真实的生活中，运用这种计分方法变种的 CEO 往往沉溺于这种游戏——毕竟，玩弄记分卡比苦练球技更容

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

> *易——但这不可能激发他们放弃这种游戏的决心。他们的行为使我想起伏尔泰关于性实验的评论："一次是哲学家，两次是变态者"。*[34]

会计数据的操纵方法数以百计，在此无法一一列举。从需要来讲，如果会计账目数据很难理解，那么，它就是非常可疑的——至少他们可能不想让你了解。此外，从长远来看，强调会计数据表象而非经济实质的任何管理者"通常两者都难以实现"[35]。

越普通越好

在投资和经商领域，没有必要为了特别的业绩做出不同寻常的事情。在这两个领域的奋斗过程中，唯一必需的是"集中精力把基本业务做好"[36]。巴菲特希望管理层尽自己最大努力将工作重点和技能放在做好最普通的事情上。他们应该努力工作，尽力保护好经济特许权，并做好成本控制。当他们以满腔热情专注于所有平凡的基本业务工作时，不平凡的业绩必然会出现，他们将不会因为涉及与其天赋、技能和经验无关的业务领域而陷入困境。他们总是立足于现有优势，专注于他们能做好的具体事情，而非试图涉足所有行业并成为别人的陪衬。

在谈及富国公司(Wells Fargo)的卡尔·瑞查德(Carl Reichardt)和保罗·哈曾(Paul Hazen)以及大都会公司/美国广播公司的汤姆·墨菲和丹·伯克时，巴菲特描述了优秀管理团队具备的素质：

> *首先，因为每一个合作伙伴相互理解、信任和彼此尊敬对方，使得两者结合起来的能力比两个人能力的简单相加更强。第二，赏罚分明，给予能干的人以高报酬。第三，当利润达到创纪录的水平并面临压力时，仍然大力削减成本。最后，坚持做他们理解的事情，让他们的能力而不是他们的自负决定他们努力的方向。*[37]

可口可乐公司的罗伯托·戈伊苏埃塔(Roberto Goizueta)被誉为集市场营销和财务管理技能于一身的经理人。他不允许公司在损害其他方面的情况下追求某一方面的优势，从而实现巨大的营销成功以及丰厚的股东回报。他专注于核心业务的细节，反对分心。管理层需要知道自身的能力所限，而不是贸然地做超出能力的事情。IBM 公司的托马斯·J(Thomas J)和小沃森(Watson Jr)说，他不是天才，只是"我在某些方面很聪明——而我始终专注于这些方面"[38]。

管理层需要具备一定的经验和业务常识，使自己意识到他们应该在哪些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方面集中精力以及分心意味着什么。他说，按他的经验，刚毕业的工商管理硕士往往缺乏献身精神和整体商业头脑："将从前的计谋教给一只小狗将非常困难"[39]。

专注于长期利益

值得支持的管理团队是那种致力于股东长期价值最大化的团队——而不仅仅是下一年度的盈利。短期盈利是重要的，但在牺牲"更大的长期竞争优势"[40]的情况下，短期盈利也只能是一时的。罗伯托·戈伊苏埃塔对可口可乐有一个明智的和明确的战略构想——重点提升股东的幸福感。他清楚地知道他将把公司带向何处以及如何到达目的地："同样重要的是，他还有尽快实现目标的紧迫感。他交给我一封亲笔信向我表明他的心态：'顺便说一下，我已经告诉奥圭塔(Olguita)，她把你称之为眼光(focus)的问题视为困扰，我更喜欢你的管理团队'。"[41]通用动力公司的比尔·安德斯(Bill Anders)是在 1992 年得到波克夏支持的，当时公司正在遭受冷战后结构调整的困境，股票市场的大多数投资者对公司不抱希望。"比尔给出了一个表述明确和理性的战略。"[42]相比之下，许多公司管理层把主要精力集中在短期业绩和公司公告与行为对股票市场短期表现的后果上，尽管他们明知这样做将损害股东的长期利益。这种损害行为需要投资者去甄别，投资者必须避免投资于倾向于短期行为的公司。

有些公司可能正在由具有长期视野的管理层管理，但他们缺乏作出明智的资本分配决策所需的必要技能，因而在实现令人钦佩的目标过程中必然让人感到失望。通常，CEO 之所以能提升至最高官位，是因为他们在营销、生产、体制或政见等方面拥有经过实践检验的过人技能。但是，一旦身居最高位，他们必须处理非常棘手的新职责以及不断出现的资本分配问题，这就需要他们拥有特殊技能。而这种技能是很难掌握的，这方面的能力不足可能会产生严重的后果。巴菲特认为，在 10 年以上的时间内每年保留相当于净资产 10%盈余的公司将有超过 60%的资本运用在做买卖上。CEO 必须在技术改造资本的合理分配与把股东资金运用于最有利于他们长期利益的本能愿望两方面有一个明智的把握。很遗憾，许多公司是由既没有学识也没有最佳运用资本技能的人掌管着："最终，大量愚蠢的资本分配出现在美国公司中(这就是为什么你听到这么多'重组'的原因)"[43]。

高股本收益率

优秀的管理层专注于在不(或少)增加资本投入情况下提高公司的业务收入。衡量经营业绩的最佳方法是经营盈余与股东权益的比率。巴菲特在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1989年年报中指出，波克夏的非保险业务产生的税后盈利平均每股达到了57%[44]：管理层使投资于公司的每1美元股东资金每年创造了57美分的盈利！这是一个惊人的业绩表现，尤其是在这些公司没有净债务的情况下取得的。

相比每股资本金的收益而言，大多数公司更加重视每股收益指标。但这是错误的观念，因为仅仅通过简单地增加每股资本金就可以很容易地增加每股收益。因此，如果每股收益增加5%是在每股股本金增加了10%的基础上实现的，那么，这不是值得赞扬的业绩。可以简单地通过将“盈利”(利润)留存补偿资本金的方式增加“每股收益”。只要付给股东的红利低，就可以明显增加“收益”。如果你用于补偿资本的利润留存为3倍，那么，盈利也会增加3倍。至关重要的是，需要评估收益增加的原因是由于盈利留存政策、账户资金的复利机制还是由于卓越的资本运用收益率所致。

值得从股东身上截留可分配盈余的前提是每1美元的留存收益必须产生至少1美元的市场价值，最好是2美元或3美元。在许多公司里，来自于核心业务的资金被用于低收益的非核心业务领域。而有着强有力经济特许权的核心业务一开始是充当每股盈利的主角，但随着时间的推移，其比重不断下降，低收益业务股本占据了更大比例。这种下降往往要被掩盖多年，但不良的资金分配方式最终还是有目共睹，到那时，股东已经为时已晚。在衰落的过程中，“经理人有责任定期报告他们从最近失败中汲取的教训，然后，他们通常再找出未来的经验教训(失败似乎已经深入他们的头脑)”[45]。

严格成本控制

寻找节俭使用股东资金的管理层。那些有着严格管理传统的管理层通常会不断寻找新的方法来降低成本，即使它们已经是行业中的低成本生产商。另一方面，“我们的经验是习惯于高成本运作的经理人常常会设法寻找新的办法来增加开销”[46]。

> 寻找节俭使用股东资金的管理层

要警惕那些大肆公告进行了重大的成本削减工作的公司，这实际表明它们真的不知道如何削减成本。一个优秀的经理会不断检查公司降低业务成本的方法，他或她不会在有一天早上醒来时说：“是削减成本的时候了”，如同它们作出是呼吸的时候了的决定一样。当蒙吉尔听说富国银行的CEO卡尔·瑞查德(Carl Reichardt)告诉一位经理某人想要给办公室购买一棵圣诞树但他自己没有钱的时候，他知道现在到了该购买一些这家公司股票的时候了。

波克夏本身决意要避免公司总部膨胀——这种做法给许多公司带来了致

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

命的打击。它是一家有着 2 000 亿美元营业额、232 781 名雇员的公司，但公司总部的工作人员只有 19 人，公司总部的总开支不足盈利的 1%，而形成鲜明对照的是其他公司总部的开支往往超过盈利的 10%。如果一家仅花费 1% 的盈利用于总部运行成本的公司与一家花费 10%的盈利用于总部开支的公司实现了同样的盈利水平，那么，前者的股票价格应该比后者高 9%，而这仅仅是因为管理的原因：

> 查理和我的观察结果表明高成本和好业绩两者没有关联。事实上，我们看到的更简单，低成本运作比官僚作风更能有效起作用。我们赞赏沃尔玛、纽柯(Nucor)、多佛(Dover)、GEICO、金色西部金融和价格公司(Golden West Financial and Price Co.)的模式。[47]

股票回购

当一只股票的交易价格低于保守计算的内在价值时，如果公司回购股份，那么，股东可以从中受益。但这里有两个前提条件。首先，公司必须有可利用的资金(现金加上合理的借贷能力)，这些资金不必用于公司的内部投资业务，而这种内部投资有两种形式：

- 保持竞争能力的投资，
- 面向业务增长的投资，增长性投资是指管理层深信投入的每 1 美元将产生超过 1 美元价值的投资。

其次，公司向股东提供了公司股票价值评估的所有必要的事实材料。如果没有这样一些信息，可以想像，业内人士可以利用合作伙伴(股东)不知情的事实，以低于真实价值的价格购买他们的股权。

如果这些条件占优势，那么，股东将因为回购而得到回报，原因有两个：首先是基于简单的计算，以低于每股内在价值的价格买进股票将明显提高剩余股票的价值。公司能以 1 美元的现值购买 2 美元——剩余股票会立即提升每股内在价值。其次，当公司股票以低于内在价值的价格交易时，管理团队选择回购股票将发出一个非常强烈的信号：他们将采取行动增加股东的财富，而不是扩大其权力、威望和版图的行动。这使现有股东和潜在股东对公司树立更强的信心，他们将提高他们对未来回报的估计，并提升股价。自然地，相比一家以管理层利益为导向的公司而言，投资者愿意为“具有亲股东倾向(demonstated pro-shareholder leanings)”[48]的管理层管理的公司支付更高的价格。在一段时间内，如果有明确的证据表明回购股票有助于提升股东的利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

益，但管理层却拒绝这样做，那么，“这显然暴露了他的动机。在他嘴里无论多么频繁或如何雄辩地说出一些公共关系词语，诸如‘股东财富最大化’(本赛季最流行的词语)，市场将恰当地为他提交资产折扣，他的言行不一——一段时间以后，市场也将不会相信他”[49]。

回购与不宜回购的时机

在 1970 年代中期，实施回购的逻辑“实际上是责备管理层”[50]很少有回报。巴菲特和蒙吉尔寻找那些对股东利益有足够认识、积极组织股票回购的公司，因为它是表明公司由具有正确目标的管理层运作且股票价值被低估的一个重要指标。然而，在过去 20 年中，回购已成为时尚，管理层忘记了正是为股东而进行回购的理由，股票回购越来越多地成为推升或支撑股票价格的工具。如果股票回购价格高于内在价值，这将有利于进行短期投资的股东，而长期股东将遭受价值损失。“对于守望者而言，为区区 1.10 美元而购买美钞不是一项好的业务。”[51]巴菲特和蒙吉尔认为，目前许多公司以过高的价格回购股票的做法损害了公司长期股东的利益：“我不得不认为，今天的许多回购是管理层为了‘显示信心’或赶时髦，而不是为了提高每股价值。”[52]

并购

提到并购时，人们希望找到能作出理性决策的管理层。* 这样的决策应该是建立在合理的基础上，最大限度地发挥真正的经济利益，而不是管理层最大限度地扩张版图或改进短期会计数字的愿望驱动的。一则兼并业务应能够提高收购者股票的每股内在价值。一家公司绝不应该增发普通股，除非它在交易中获得了等量增加的商业价值。如果管理层以每股 70 美分的价格卖出事实上价值 1 美元的资产(公司股份)，那么，股东利益将受损。关于并购似乎缺乏明确的思想。当一家公司以增发股票的形式合并另一家公司的时候，媒体公告通常称作“A 公司收购 B 公司”或“B 公司出售给 A 公司”。也就是说，以更明确的方式看待它就是“A 公司的一部分出售给了被收购的 B 公司”，或“B 公司的股东得到了 A 公司的一部分，以换取他们的财产”[53]。仔细审视付出什么以及收购什么是非常重要的。巴菲特认为，收购方的管理层可能会思考一个问题：我会在卖出 100%的公司资产的基础上去获得被收购方的部分资产吗？如果答案是否定的，那么，为什么它会以该价格明智地卖出一部分呢？基本规则必须是不增发股份以换取目标公司的股份，除非获得的价值至

---

* 并购包括收购和兼并。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

少相当于内在商业价值。

两种可接受的并购类型

有两种花瓣开放的方向可供面向股东利益的经理人选择。首先是巴菲特称之为商业价值对商业价值的合并。就内在价值而言，双方股东得到的一样多。其次，唯一可接受的是当收购方的股票售价不低于其内在价值时，作为货币的股票效用可提高收购方股东的财富。从逻辑上来说，当股票被低估时，如果这是为了购买有充分价值保障的财产，收购方不应该主动提供其股票，然而，这却令人震惊地发生了。

并购失败的原因

非理性交易的部分原因(从股东的角度)如下：

■ *动物精神*　充满活力的领导人常常喜欢挑战，心跳节奏加快，你就可以成为新闻注意力的中心。

> 收购问题往往伴随着复杂的生物偏见：许多 CEO 到达自己的地位，部分原因是他们充满活力和自负(动物精神)。如果执行官完全具备了这些素质——应该承认，他有时有其优势——当他达到最高位置时，这些素质也不会消失。这些 CEO 受到来自顾问的鼓舞而进行并购交易，就像一名少年被他父亲鼓励他拥有正常的性生活，而不是压制他的需要。[54]

■ *规模至上*　所控制的公司规模是所有管理层衡量他们自己和被他人衡量的指标。控制规模的扩大将导致他们有更高的报酬和地位。管理层可能会为扩张而辩解，他们可能会说："我们必须扩张。"但巴菲特对这种看法给予了谴责：

> 有人可能会问，谁是"我们"？对于股东而言，股票发行时，实际情况是所有现有业务均会萎缩。如果波克夏为了并购而在明天发行股票，波克夏将拥有一切，包括它目前拥有的加上新的业务，但你在时思糖果、全国保险公司等等如此难以整合的企业的利益将自动减少。假如：
>
> 1）你的家庭拥有一个 120 英亩的农场；且
>
> 2）你邀请拥有 60 英亩类似土地农场的邻居平等合并成一家农场——与你成为合伙管理人；那么
>
> 3）你管理的规模将增长到 180 英亩，但以面积和庄稼作物衡量

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的家庭股东权益将永远地缩小了25%。[55]

■ *骄傲自大*

许多管理层显然是在童年岁月受到了童话故事《青蛙王子》的影响——美丽的公主吻了被女巫囚禁的英俊王子(青蛙)以后，青蛙立即变回了英俊王子。因此，他们自信管理层之吻将创造T公司(被兼并者)盈利目标的奇迹。

这种乐观主义非常关键。如果没有这种乐观的看法，为什么A公司(兼并者)的股东会对以2倍市场价格的成本收购T公司(被兼并者)感兴趣，而如果他们独自直接购买，只需按市场价格支付即可?换言之，如果投资者代之以提供资金给为了获得亲吻青蛙的权利而不惜付出2倍资金的公主，那么，这些亲吻应该具有非凡的效果。我们已经看到过许多这种亲吻，但极少出现奇迹。尽管如此，许多管理上的公主仍然对她们的吻充满信心——甚至是把麻木的青蛙视为救世主。[56]

巴菲特一直尝试以亲吻青蛙的办法进行并购。他说，尽管支付的价格很低，但他的吻仍然以失败而告终。然而，波克夏与王子做得很好——并购之前他们是王子。表现最好的一类权益收购是“以类似青蛙的价格购买那些显而易见的王子”[57]。

■ *短期收益导向* 无论何时宣布并购，对短期收益的关注首先要求CEO给出公司收益不会被摊薄的保证，这就意味着当前每股收益不会因为收购而下降。当前每股收益以及未来几年的每股收益是重要的，但不是万能的。过分强调短期每股收益可能是危险的，许多损失公司价值的并购(从长远来看)并非是每股收益被稀释。另一方面，从长期角度看，许多引起价值增长的并购会导致当前和近期每股收益的下降。真正被稀释的是每股内在价值，而不是每股收益。为了强调过于看重短期每股收益的愚蠢之处，巴菲特要求我们设想一个25岁的MBA一年级学生正在考虑把自己的未来经济利益与一个25岁工人的经济利益合并。通过这次股本权益“换股”合并，没有收入的MBA学生的短期收益将得到立即提升，但这种为了短期利益而牺牲长期经济价值的交易中谁是愚蠢一方呢?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

避免做什么

宏观经济预测、图表分析以及对市场顶部和底部预测

总体上看，宏观经济预测、对运行顶部和底部进行的跟踪和预测是"投资者和企业家代价最昂贵的分心"[58]。巴菲特和蒙吉尔几乎不花时间去研究宏观经济因素，即使最受尊敬的专家向他们提供了今后两年内关于利率、失业率、GDP增长率、汇率等等的最新预测，他们也不予理会。他们专注于企业业务、公司的合作伙伴。如果他们充分理解商业经济及其管理和他们想要的价格，为什么他们要依靠极度容易出错的宏观经济预测呢？此外，20世纪后半叶，没有一个重大经济事件（如20世纪60年代末的膨胀、1970年代的石油危机）为合理投资原则的实际运用给出过不同的建议。以合理的价格购买优质企业，而不管最新宏观经济是否存在恐慌。"事实上，当我们对宏观经济活动的忧虑处于顶峰时，通常是我们最好的并购时机。恐惧是追随时尚者的敌人，但却是原教旨主义者的朋友。"[59]

本质上，投资者决不应该顺从股票价格波动，而应该关注价格和价值之间的关系。当市场达到了一个高峰或低谷时，试图去估计它的未来走势是徒劳的："我们不对股票市场行为进行预测；我们认为，成功预测股票价格短期波动既不是我们也不是其他人能做的事情"[60]。巴菲特认为，只有股票价值预测者能让算命先生显得好看一些，而相信这些预测的人更像是一个孩子。如果相对于保守估计的股票内在价值的定价偏低，那么，投资者仅仅因为担心短期股票市场走势而推迟购买那将是一个傻瓜："为什么要根据情况不明的猜测抛弃一个明智的决定呢？"[61]恐惧和贪婪将使股票价格异常不时出现。问题是市场广泛存在的价格异常（anomalies）的出现或消失是不可预测的，因此，你无法预测短期市场指数的运行方向。然而，你可以以"当其他人贪婪你变得恐惧和当其他人恐惧你变得贪婪"[62]为目标。

急躁

找到一只满足明智投资标准的股票往往需要很长时间。当你未能找到符合标准的股票时，不要急于把你的资金变换为股票。不要对这些标准作出让步。站在本垒上，让过那些经过你身边的高切球（pitches），直到投手投出的球恰好位于中间。"无为（masterly inactivity）"[63]是值得赞赏的，而不是不满。"你绝对不能试图通过使9个女人怀孕而在一个月内生下一个婴儿。"[64]如果你考察过的所

> 一旦购买股票，必须耐心地持有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有股票均定价过高，那么，你应该选择储备资金，一切准备就绪，当轮到你击球时再出击。巴菲特和蒙吉尔有很多年根本未作出任何重大投资决定，因为当时没有具有吸引力的股票可买。

我们似乎正处于这样一个时代，市场价格能保持在低于内在价值的水平，价格也可以随意波动。然而，从长远来看，如果企业运营很好，那么，股票的表现也将随之而动。如果按照关键的定量与定性标准考察得出某公司值得投资的结论，那么，你仍然不应该急于买入，你应该进一步考察该公司的长期前景，只有当其具备诱人的良好前景时才值得购买。巴菲特与蒙吉尔宣称，一旦他们持有好股票，即使股票市场闭市 5 年，他们也没有意见。对于有意购买真正优质企业股票的投资者而言，每日报价和买卖时机的有效性是无足轻重的。当巴菲特说他打算长期持股时，他的意思是他持有的一些投资组合已经超过了 40 年。他说他的意思是其中有些股票他可能永远不会卖出。

从众

投资者必须独立思考。你必须收集有关事实依据并进行独立的推理。如果你知道的事实不足以作出明智的投资决策，那么，请不要参加这一投资游戏。人群，也就是华尔街的共识，他们由金融出版物、专业投资者、分析师等组成，他们在确定市场价格时提供了丰富而冠冕堂皇的论据，用来说明为什么他们是如此兴高采烈或者如此悲观。他们的理由具有欺骗性，但你必须立场坚定，保持清醒头脑，避免上当受骗。要在一个合理的思维框架内，运用几十年来已证明可靠的测试和标准考察事实依据，不要因为新的价值测度而改变这些测试和标准(如与其以营业额为基础不如以本书讨论的普遍适用的标准测度互联网公司的价值)。请记住"价格由参与者的行为模式确定，这种行为模式有时类似于一群具有躁狂抑郁症的旅鼠"[65]。对于一个老到的投资者而言，我们这个时代的一大矛盾是大多数人对其他人买入的股票感兴趣，即使价格已经抬高到不可持续的水平也毫无惧色。而买入的最佳时机往往是其他人纷纷回避或卖出的时候。如果一只股票很受欢迎，你就不可能做好。巴菲特和蒙吉尔具有很强的独立意识，他们根本不重视经纪人的建议，甚至也不相信穆迪公司或标准普尔作出的信用质量评估。你必须对所持股票有信心，而这种信心唯一来自于自己独立的详细分析。

赌博和衍生证券

人们似乎对赌博很感兴趣，因为无论获奖的几率有多小，所需投入的赌注不大但却有可能中得大奖(拉斯维加斯赌城正是建立在这样的心理认知之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上）。在投资普通股时有可能加大赌注去碰运气（如投资处于破产边缘、但有重组希望的公司股票），但在当今时代，真正有巨大回报的方式是金融衍生品投资。巴菲特和蒙吉尔对参加衍生证券市场交易的券商和普通投资者毫不留情。对于专业投资者来说，他们对下面这种情况也会感到困惑：如果一艘装有 24 人船只遭遇海难后，登上一座荒岛，他们必须组织生产，他们是否会同意其中的 5 人不参与食物生产，而是专注于交易其他人生产成果的期货和期权？对于在衍生证券市场的普通投资者来说，你常常会面临无知和高杠杆作用混合的致命风险。

直到引起认真的投资者关注以前，衍生证券市场应该被看作是赌场，在这里，股东都非常愿意下大赌注。经纪人非常高兴，但总的来说，投资者遭受损失了。投资者必须集中关注公司的长期前景，而不考虑市场赌注的杠杆放大作用。

信任华尔街基金管理人

巴菲特对基金管理专业人士提出了严厉批评，总的来说，他们对社会并没有带来什么，并且在以下几个方面是失败的：

■ *他们成为了造成市场不稳定和投资者丧失理智的原因* “你可能认为，拥有规模庞大、高薪酬和有经验的投资专业人士的机构将成为一支市场稳定的力量。然而，他们不是：由机构控制和持有的大量股票常常具有最不合理的估价。”[66] 1987 年 2 月，市场急跌的前 8 个月，巴菲特说，在华尔街，恐惧取代了兴奋，投资经理已抛弃了股票所代表的基本面，即真正的内在价值。

> 没有什么比置身于牛市中更令投资者振奋，在这样的市道中，股东的回报可以与公司自身缓慢增长的业绩无关。然而，很遗憾，股票无法无限期地超越公司基本面……牛市可以使数学上的定律变得模糊，但无法废除它们。[67]

■ *他们以自身亢奋的行为浪费投资者的财富* 当基金管理层被最新的华尔街偏好、热点或概念所左右时，他们将持有的所有股票视为快速出售的候选对象。如果公司经营状况恶化，他们不会为所持有股票的公司官员和董事做任何事情。相反，他们只会抛售股票。巴菲特说，在很短交易时间内这么多的买卖发生，相比之下，他们的行为使旋转舞僧显得比较稳重。“事实上，‘机构投资者（institutional investor）’一词正在成为由一系列著名的互相矛盾的词混合在一起的矛盾修辞词语（oxymoron）：如‘巨大无比的小虾（jumbo shrimp）’、‘女泥地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

摔跤手(lady mud wrestler)'和'廉价律师(inexpensive lawyer)'。"[68]

■ *他们往往是荒谬的风险回避者* "大多数基金管理层很少有动力去作出明智的决策，但他们个人的收益/损失比率确实是非常突出的：如果非常规的决策工作做得很好，他们将获得赞扬；如果做得不好，就会被解雇(作为一个群体，如果按常规的套路去做而失败，只是团队声誉受损，但个人不会面临负面新闻的影响)。"[69]

复杂数学运算

使投资尽量简单，不要过于活跃。"查理和我……很少做分配资金以外的事情，而且，尽管如此，我们还是精力不足。我们有一个理由是：在分配资金方面，交易次数的多少与业绩无关。事实上，在投资和收购领域，狂热行为往往起副作用。"[70] 可以节省精力的地方之一是在运用复杂数学公式评估投资价值方面。巴菲特曾经对纽约分析师学会说："如果投资股票需要运用微积分，我肯定必须回去送报纸。"[71] 巴菲特说，他没有看到投资过程中有超出通过流通股数量区分公司价值的数学能力要求。(这一说法有点夸张，贴现计算也是具有一定挑战性的，但这并没有超出经过一定训练和实践的一般人可以达到的要求。)

> 使投资尽量简单

当巴菲特和蒙吉尔告诉我们不要沉溺于复杂数学公式运算时，他们通常指的是在商科学校流行的现代投资组合理论。波动性由 δ(西格玛)衡量，系统风险由 β(贝塔系数)来衡量。巴菲特和蒙吉尔认为这些都与投资者对内在价值和为长期持有而购买的分析无关。

> 大多数专业人士和学者均谈论有效市场、动态套头交易和贝塔系数。他们对这些问题感兴趣是可以理解的，因为披着神秘外衣的技术显然对依靠为投资者提供建议而生存的市场专家有价值。毕竟，巫医依靠提供咨询意见也可以名利双收，"服下两片阿司匹林药片"？……在我看来，成功的投资不会因为神秘的数学公式、计算机程序或一闪而过的股票和市场价格行为的信号而产生。在一定程度上，投资者将依靠良好的商业判断能力与超脱于变幻莫测市场的独立思考的思想和行为而获得成功。[72]

1996 年 5 月，在奥马哈举行的波克夏·哈撒韦公司年度会议上，巴菲特说，当今的金融学科可以帮助你取得平均业绩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过度贪婪

即使是巴菲特和蒙吉尔的目标利润也不超过 15%的年收益，试图获得更高的利润势必要承受更大的风险和降低选股的标准。

在 1999 年波克夏给股东的信中，巴菲特坦诚地说，即使 GDP 以合理的比例增长，对市场价值高增长的期望也是不理性的：

> 目前，股票投资者对未来的预期回报似乎过于乐观。我们注意到企业利润的增长与一国的 GDP 增长有紧密的联系，也注意到 GDP 的实际增长率约为 3%。此外，我们假设通货膨胀率为 2%……如果不含 GDP 增长，实际利润增长大约为 5%，那么，美国企业的价值增长不可能远远超过这一点。加上红利因素，你从股票投资获得的回报将明显低于大部分投资者在过去经历过的或对未来期待的水平。如果投资者预期变得更加现实——他们几乎肯定会这样做——就很容易出现剧烈的市场调整，特别是在一些投机严重的板块上。[73]

使业绩平庸的多样化投资

多样化投资是对消息不灵通的投资者的保护。对于知道他或她这样做的理由的投资者而言，超出自身能力的多样化投资几乎没有意义。

> 我们将继续关注我们集中在极少数公司的投资，我们试图很好地了解这些公司。值得我们长期坚信的公司只是极少数，因此，当我们找到了这样一家公司，我们要有目的地参与其中。我们赞同梅·韦斯特(Mae West)的说法："太多的好事反而令人惊奇。"[74]

巴菲特把 40 只或更多股票的组合比作为一个诺亚方舟(Noah's Ark)投资方式——你将以零告终。另一个比喻归因于百老汇剧作大亨比利·罗斯(Billy Rose)，"如果你有 40 名女人的一群妻妾，你永远不会知道她们中哪一个最好。"[75]在 1999 年和 2000 年年底，波克夏 70%的投资基金投资于仅仅 4 家公司，巴菲特和蒙吉尔可以集中他们的精力、技能和经验判断，因为"做出数以百计的明智决策实在太难。"[76]

批评人士说，这种态度悍然不顾标准投资组合理论教义，这将导致一个非常危险的投资组合。巴菲特不同意这种看法："我们认为应该出现的情况是，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

假如投资者在购买之前对一家公司的思考强度与他感知到的经济特征的舒适性水平上升的话，集中组合的策略可能会*降低*风险。”[77]

波动性不等于风险

巴菲特与蒙吉尔的风险概念不同于标准金融教科书给出的定义，因为他们更加关注遭受损失和受伤害的概率。相比之下，金融学术课程侧重于股票或投资组合的相对波动性(相对于整个市场)。两者有关，但不完全相同：

> 对于企业的所有人而言——也就是我们所说的股东——学术界的风险定义是离谱的，甚至是荒谬的。例如，根据以贝塔系数为基础的理论，相比市场价格急剧下跌的股票——如《华盛顿邮报》，在我们1973年买下它的时候——低价格购买比高价格购买“更危险(riskier)”。这是否说明面对当时的这一情况，以极低价格收购这家公司股票的投资者都是不明智的呢？[78]

下面的引述很冗长，但却清楚无误地表述了巴菲特与蒙吉尔投资哲学的真谛，并且戏弄了运用贝塔系数的风险测量学说，完整的引用如下：

> 在我们看来，投资者必须评估的真正风险是，在整个预计持有期内，他从投资活动中得到的税后总收入(包括股票出售所得)是否至少给予他初始投资加上合理利息相同的购买力。尽管这种风险难以精确计算，但是，在某些情况下，它也可以通过对投资者有帮助的准确度来判断。
>
> 这种评估方法基于以下基本因素：
>
> 1) 确信企业的长期经济特性是可以评估的；
>
> 2) 确信企业管理水平也是可以评估的，包括挖掘企业全部潜力以及有效运用现金流的管理能力；
>
> 3) 确信企业管理者会致力于回报股东，而不是他们自身；
>
> 4) 企业可以被定价；
>
> 5) 存在税负和通货膨胀，其水平决定了投资者的购买力收入低于总收入的程度。
>
> 这些因素很可能使许多分析师晕头转向，因为它们不可能从任何一种数据库中得到。但是，精确量化这些因素的困难既不能否定它们的重要性，也不能说明这种困难是无法克服的。正如斯图尔特大法官(Justice Stewart)所言，我们不可能构建淫秽言行检验的标准

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公式，但是"我一看就明白"。因此，从虽然不准确但有用这方面来说，投资者也一样，不必通过复杂的数学运算或历史价格研究，即可"看见"某些投资活动固有的风险。

得出可口可乐公司和吉列公司的长期业务风险比任一计算机公司或零售商低得多的结论真的很难吗？在世界范围内，可口可乐的销量约占所有软饮料的44%，而吉列剃须刀占据了剃须刀市场60%的份额(按价值计算)。除了箭牌公司(Wrigley)占统治地位的口香糖外，我真不知道还有其他什么居领先地位公司的重要业务可以长期享有这样的全球市场份额。

而且，最近几年，可口可乐和吉列剃须刀在全球的市场份额实际上还在增加。它们的品牌威力、产品特性及销售实力赋予了公司巨大的竞争优势，并在其经济帝国的周围形成了一条护城河。相比之下，普通公司只能在没有任何保护之下竞争。正如彼得·林奇所言，销售相似商品的公司的股票应当贴上这样一条标签："竞争对人类财富构成了威胁"。

可口可乐和吉列剃须刀的竞争优势甚至对于最漫不经心的业内观察员来说也是显而易见的。但公司股票的贝塔系数与众多其他很少甚至没有竞争优势的普通公司相似。在评估公司风险的时候，我们可以从这个相似之处得出结论说，可口可乐和吉列剃须刀的竞争优势没有给他们增光添彩吗？或者，我们可以得出结论说，公司股票的风险与其经营过程中的固有长期风险无关吗？我们相信这两种结论毫无意义，将贝塔系数与投资风险等同起来也毫无意义。

提出贝塔系数的理论家并没有给出区分内在风险的办法。比方说，一家销售宠物石(Pet Rocks)或呼啦圈的单一产品的玩具公司的内在风险与另一家独家销售强手游戏(Monopoly)或芭比娃娃(Barbie)的玩具公司的内在风险间的差别。但是，如果普通投资者对消费者行为以及产生长期竞争优势或劣势的因素有合理的理解，就很有可能区分这两种风险。显然，每位投资者都会犯错误，但是通过把自己的注意力集中在数量相对较少、简明易懂的公司中，一个具备普通智商、信息灵通和勤勉的人就可以满意的精确度判断投资风险。[79]

做一个积极的交易者

股票的"适销性"和"流动性"通常被视为投资者的福祉，股票经纪人更是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

盛赞股票的高成交量，“但是，投资者应该明白，对赌场庄家有利的事情对顾客则是不利的，极度活跃的股票市场往往是公司的扒手”[80]。假设公司股本盈利率为 12%，如果股票市场年换手率为 100%，每次买卖交易佣金和其他成本为 1%，股票以账面价值进行交易，那么，股东们每年将为这种所有权的交换支付高达 2%的公司资本净值。

因此，相当于公司盈利的 16.7%(约 1/6)被市场交易耗尽，NYSE 或 NASDAQ 每年的交易将耗费投资者数十亿美元。这些“为了市场活跃而付出的”[81]费用并没有把馅饼做大，反而因其啃食了馅饼使之越来越小。

我们知道馅饼扩张理论(the pie-expanding argument)，也就是说，要把馅饼做大必须使这些市场活动促进资本配置过程的合理性。总体而言，我们认为这种理论是似是而非的，极度活跃的资本市场颠覆了理性的资本配置，充当了馅饼收缩机的角色……形同赌场的股票市场和一触即发的投资管理起到了干扰和使经济增长减速的无形作用。[82]

不要反复折腾

频繁地变换投资组合是不明智的。如果你已经选择了自己熟悉且有着很好而持久经济特许权的公司股票，那么，如果轻信某些消息而卖掉它们就是愚蠢的行为，比如说是美国联邦储备委员会以 25 个基点调整贴现率或者你得到了某些最新内部消息。一些真正伟大的企业很难被取代。可是，众多感情用事的投资者仅仅因为新闻报道的肤浅论点或他们的经纪人建议而不断变换购买股票。“投资者通常应持有公司所有人表现出同样坚韧性的杰出公司的一部分股票，如果他充分理解这家公司的话。”[83]

虽然投资者频繁变换股票是不明智的，但管理层对他们股票的高换手率感到自豪同样是不明智的。事实上，高换手率说明他们现有的客户正在不断地抛弃他们。

在其他组织——学校、俱乐部、教堂等等——当他们的成员离开时，他们的领导人会欢呼吗？(然而，在证券组织系统中，存在着依靠客户交易量而生存的经纪人，你可以确信这种频繁交易将至少有一名支持者，“如果基督教不能持续多长时间，也许下周我们应该转而信奉佛教”。)[84]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资扭亏公司

巴菲特和蒙吉尔善于从痛苦的投资教训中学习，基于“扭亏为盈”预期而购买的那些公司股票通常只有失望。不要在这方面浪费时间和精力，要专心于优质公司。“‘扭亏为盈’难得一见。”[85]

无视你的失误

巴菲特每年都会以致股东书信的方式坦诚自己的失误。例如，他在1998年宣布：“卖出麦当劳是我的一个重大失误”。他建议大家来审查我们的错误并从中学习。秘诀就是当错误发生时不至于沮丧，不要凭个人猜想决策。毕竟“一只股票并不知道你拥有它”[86]。另一方面，在牛市中，即使你的回报很高，也不要过于沾沾自喜，毕竟是“水涨船高”[87]。

> 秘诀就是当错误发生时不至于沮丧

投资不了解的魅力公司

投资处于急速变化中的公司很难获得高收益。许多投资者热衷于寻找处于急速变化行业中的上市公司，他们情愿为这些冠冕堂皇承诺很多而目前业绩不佳的公司股票付出更高的市盈率。投资者似乎具有猜想未来有可能发生什么事情的能力，而不是勇敢面对今天的现实。“对于这类梦想家式的投资者，任何时候与邻家女孩约会都是合适的，而不管她是否乐意。”[88]他们应该记住，面临重大变化的公司犯大错的几率也很高。有多少追捧互联网热潮的投资者不得不停下来思考一家公司构建堡垒式经济特许权的可能性？即使他们意识到有必要分析行业的进入壁垒和公司定价能力的潜力，那么，当经营地域每周不断变化时，他们怎样才能有信心地得出一个结论？

担心价格下跌

投资者普遍有一种倾向，股票价格上涨时兴高采烈，而价格下跌时变得沮丧。这是不明智的：“在‘可怕的’消息出现时卖出优质股票通常是一个错误决策”[89]。巴菲特提请我们思考：在未来几年，我们是想要成为盈利投资者还是亏损投资者。如果答案是盈利投资者，那么，应该欢迎股票价格下跌。以食品为例类推，人们期望在将来购买食品，那么，他们将欢迎价格下跌，不喜欢价格上涨。对于希望通过购买有吸引力的公司股票而扩大投资组合的投资者来说，股票价格下跌提供了以同样数额的资金增加持有公司股票的机会。“公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票价格下跌使我们受益，而价格上涨却损害了我们的利益。”[90]决定股票价格的关键因素是内在价值的数值，当市场被悲观情绪笼罩时，如果股票的内在价值保持不变，就有可能获取内在价值 X 的一半收益。“我们期待着经营业绩，而不是市场的表现。如果我们对公司前景的预期正确，最终将得到市场反映。”[91]市场悲观情绪是投资者的朋友，乐观情绪是投资者的敌人。

投资一级市场

公司将股票卖给投资者的一级市场是由公司和公司现有股东所控制的，他们可以选择上市时间，以确保股票获得一个好定价。“在普通股发行过程中，现有股东往往*只有*当他们认为市场估价过高时才会卖出”[92]，因此，其他投资者想低价获得该股票似乎是不可能的。相比之下，经常笼罩在二级市场的大量愚蠢想法是市场有可能偶尔会出现以清算价格低定价的股票。

卖出时机

巴菲特和蒙吉尔在购买股票时，他们并不考虑将在什么时间或以什么价格卖出股票，他们打算无限期持有股票，“只要我们预期企业将以满意的增长率不断增加其内在价值即可”[93]。因此，我们可以由此得出推论：卖出的原因之一是企业内在价值的增长率低于“满意”的标准。如果企业基本业务资本的预期股本收益率是令人满意的(并将持续如此)，同时，管理层是胜任的和诚信的，即使市场对股票定价暂时过高，也没有理由卖出所持有的股票。巴菲特与蒙吉尔从不勉强自己卖出股票，发生这种情况的一个原因是专家们在过去经常说，一家优秀的公司尽管有着良好的品质但还是应该卖出，因为市场已提前反映了这一点，并给予了过分乐观的定价，但他们后来发现他们往往错过了最大的回报期，如可口可乐公司。第二个原因是巴菲特和蒙吉尔的亲身经历告诉他们，他们卖出股票几年后才发现，当他们想再次购买时，必须支付高得多的价格，如迪斯尼公司。第三个原因是如果在股票价格上涨至高于内在价值时抛售股票，则很可能会招致对资本所得课税，这将抵消来自略高于内在价值和低于内在价值股票多次交易所获得的差价收益。

更好的投资机会

有时候，巴菲特和蒙吉尔卖出一只股票，仅仅因为有一个更好的机会。但这种情况很罕见，因为他们必须能够绝对保证新的投资确实优于现有投资，而这样的自信往往是很难达到的，尤其是当你把现有持股视为是很好投资的时候。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

决策失误

卖出股票的另一个原因是当你认识到关于公司增长的原有分析明显有失误时，这种错误可能来源于下列任一类别：

1）管理层品质的评估；

2）未来经营业务的估计；

3）支付的价格水平。

巴菲特认为第二种是最常见的：

> 当然，为了找到这样的错误例证有必要深入研究我们的历史——有时需要回溯两到三个月。举例来说，去年，董事长主动提供了关于铝业公司业务美好未来的专家意见，但未能引起你的注意——现在你需要有一个180度的转弯——并根据这种意见进行调整。[94]

可笑的理由

巴菲特和蒙吉尔决不会像许多其他投资者所做的那样因为可笑的理由而抛售股票。他们绝不会仅仅因为股票的升值或因为他已经持有了很长一段时间而抛售股票（"最愚蠢的华尔街格言可能是'你绝对不可能获得超额利润'"[95]）。他们肯定不会卖，因为市场波动已经非理性地迫使市场下跌，仅仅因为其他人怀抱悲观情绪并不意味着巴菲特和蒙吉尔将屈服于同样的这种心理压力。

决不卖出的股票

他们有一种自认为"非常古怪"[96]的看法。即使市场过度估价严重，他们也不会抛售任何核心股票（包括可口可乐、《华盛顿邮报》和GEICO）。"事实上，我们把这些正确的投资视同我们成功控制了这些企业——作为波克夏固定的一部分而不仅仅是'市场先生'为我们提供了一个高价格进行一次性的商品交易。"[97]这种看法受到"个人"[98]思想以及"我们想要的生活方式"[99]的影响。它只是适合他们的个性，"当我们的合作伙伴强烈偏好通过交换这些讨厌关系而实现X的110%收益时，我们宁愿仅仅实现X的收益"[100]。即使这些公司陷入困境，他们也不会被抛弃。巴菲特说，你不能抛弃一个有问题的孩子，为什么你要抛弃一个合作伙伴呢？巴菲特和蒙吉尔期望与公司管理层建立联系，他们毕生对此感兴趣。但这并不意味着CEO们可以为所欲为。2000年，当

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可口可乐管理层想要以巴菲特认为是不合理的价格收购桂格燕麦(Quaker Oats)时,他投了反对票,因为他相信付出的内在价值比得到的更多。

不抛售子公司

对子公司也需要有高忠诚度,即使是平均标准以下的子公司也是如此。巴菲特和蒙吉尔非常不愿意卖出它们:"只要我们期望它们将至少能够创造一些现金流,以及只要我们认为它们的管理层是优秀的和劳资关系是好的"。* 尽管它们只是金兰姆纸牌游戏(gin rummy)中的纸牌——每轮抛弃希望最小的纸牌,但那些最有希望的企业将不会被抛弃,因为"这不是我们的风格。我们宁愿总体结果受点惩罚,也不愿从事这种行为……我们关注的重点是渴望解决问题"。**

除了管理波克夏其他子公司的经理人以外,许多基金管理人认为这种看法是不合理的。如果你经常看到独资企业和少数股权企业不断被交易,你会觉得安全或忠诚于它吗?如果你有才能并希望组建一个面向长期利益的企业,你会无所事事地等待吗?或者,对一个帮助你渡过难关和激励你成长得更好的雇主,也就是说,一个给你发展空间并在关键时候支持你的雇主,难道你会炒他的鱿鱼?也许波克夏在那些无法完成预期业绩的公司上有一些损失,但他们收获了具有高度忠诚度和献身精神的大量能干的亿万富翁(和他们的助手)投身于波克夏的企业管理。在公司存续期间,在你的周围有你喜欢和信任的人,同他们可以建立一种长期关系远比你仅仅欣赏他们的管理技能重要得多。

方法的难点和不足

在效仿巴菲特和蒙吉尔投资方法时,大多数人将面临时间和知识两方面的限制。了解一个企业和它的竞争环境需要做大量的研究工作,并需要牢牢把握策略管理原则。对于普通中小投资者而言,认识管理者的品质可能会是一件很困难的事情。

巴菲特可以直接打电话与 CEO 交谈——而我们中的其他人将常常不得不诉诸间接和不太可靠的方法。显而易见,巴菲特和蒙吉尔的追随者将不得不缩小他们试图了解的企业和行业范围,以便他们能够深入了解创建具有实

---

*,** 从 1996 年以来,巴菲特在年度报告中附上"《股东手册》(*An Owner's Manual*)"(或"《业主经营原则》(*Owner-Related Business Principles*)"),它解释了宽泛的经营活动经济原则。本引述来源于这一手册。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

际意义的竞争优势圈所需的知识。

大多数投资者具备理解巴菲特和蒙吉尔所描述投资原则的智力和能力，但很少人具有奉献精神、个性优势、勤奋工作的能力以及成功地将原则变为具体实践的毅力。如果投资者准备强化自身的这些人格特质，学习商业分析的技巧，那么，丰厚的回报将会等着他。“市场就像是上帝，将帮助那些自我克制的人。但是，与上帝不同的是，市场不会宽恕那些不知道自己做了什么的人”[101]。

巴菲特与蒙吉尔投资方法要点

- 分析公司而不是股票：
  - — 最具条理性的投资是最精明的投资。
- 什么是优质公司？
  - — 令人满意的长期经济特许权；
  - — 能干和诚信的管理层。
- 只买所熟悉公司的股票——保持在你的能力范围内：
  - — 不考虑难度系数。
- 计算内在价值：
  - — 公司商业剩余存续期内现金流的贴现值。
- 留出较大的安全边际：
  - — 股票价格具有吸引力。
- 尝试寻找“注定必然如此”的公司：
  - — 处于行业垄断地位的公司由于其强大的竞争优势而值得长期投资。
- 不要指望股票市场会始终活跃：
  - — 等待完美音调的出现；
  - — 设想你有一张只能打 20 个孔的穿孔卡片。
- 评估当前和未来股东权益：
  - (a) 公布的业绩；加，
  - (b) 折旧、损耗、待摊费用和其他某些非现金零星资产；减，
  - (c) 企业为保持其长期竞争能力和单位产出量所需要的机器设备等的资本支出金额；减，
  - (d) 企业为保持其长期竞争能力和单位产出量所需的附加营运资本的投入。
- 寻找强有力的经济特许权：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

— 长期定价能力；
— 难以逾越的进入壁垒；
— 大众化需求的行业。

■ 寻找能干和诚信的管理层，这类管理层具备以下品质：
— 喜欢竞争和超越；
— 热衷于他们的工作；
— 享受杰出业绩的快感；
— 一切为股东着想；
— 不为机构强迫症所累；
— 坦诚：及时报告失败和成功，从教训中学习；
— 正派；
— 不做假账；
— 认真做好普通的事；
— 着眼于长期；
— 始终执行严格的成本控制；
— 股票价格低于内在价值时回购股票；
— 执行理性(从股东的角度)并购策略。

■ 避免做什么：
— 宏观经济预测；
— 依赖图表定价；
— 预测价格顶部和底部；
— 急躁：
  — 在寻找拟购买的股票过程中；
  — 在等待市场给所购买的股票重新定价过程中；
  — 在持有优质股票的过程中。
— 从众；
— 赌博和投资衍生证券；
— 信任华尔街基金管理人：
  — 他们造成了市场不稳定；
  — 他们过度交易滥用投资者资金；
  — 他们是荒谬的风险厌恶者。
— 复杂的数学运算；
— 过度贪婪；
— 使业绩平庸的多样化投资；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

— 做一个积极的交易者；
— 投资扭亏公司股票；
— 无视你的失误；
— 投资不了解的魅力公司；
— 担心价格下跌；
— 投资一级市场。

■ 卖出时机：

— 如果预期企业将以满意的增长率不断增加其内在价值，决不卖出；
— 如果预期内在价值的增长率低于满意率，立即卖出；
— 如果当前价格只是暂时高于内在价值，决不卖出；
— 如果有更好的投资机会出现，卖出可能是明智的；
— 长期关系能否带来理解、忠诚度和更高品质的管理团队。这个因素居于上述卖出理由的首位。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二部分

价值增长投资方法

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

8 价值增长投资者

本书是不同领域研究成果的集成，主要要求是原创性成果，它汇集了主要投资大师的投资理论、战略业务分析和实践经验。本书的第一部分描述了世界上最具影响力的投资大师的投资哲学，下面的主要内容就是针对价值增长投资者的主要方法、投资理念和系列准则的融合。

共同点

本书第一部分所描述的不同投资风格之间的重叠度是值得注意的。如果我们认为在多数情况下投资者将独立开发他们自己的方法（可能的例外是巴菲特最初受到格雷厄姆的强烈影响，后来又受到费雪和蒙吉尔的影响），那么，这一点特别有趣。他们的风格在某些方面有所不同，因为每个人都主要通过启发式学习（试验和错误）和敏锐的长期市场观察而形成的。然而，他们各自描述的大多数投资原则与所有其他杰出投资者描述的投资原则具有很强的共性。虽然这些思想家并不研究相同的大学课程、不住在同一城市、不阅读相同的书籍或师从不同的导师，但是，他们的投资哲学有70％～80％是相同的。

相比之下，当我们将此类投资者与其他投资者对比时，如趋势投资者、技术分析投资者或短期投机者，我们发现了他们之间的巨大差异，其风格特点的变化范围从20％左右直至为零。

简单架构

为了汇集杰出投资理念的关键要素并引入现代战略分析，我们需要建立一个可行的完整架构。它必须是便于普通投资者掌握，而不是只针对那些拥有高深学科博士学位和有机会利用银行电脑的投资者。然而，它也不会只是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一种可供机械地使用的工具，也不只是一套"即插即用"的获得买入或卖出信号的简单规则，即市盈率、股息率、市净率等等。不，所有杰出投资者都表示，虽然明智投资的概念很容易接受，关键技能在于对所获得数据的判读，不论是定量数据或是定性数据。正是这种对一家公司真正创造价值的重要数据判读的技能才是投资成功的关键。从来没有一个简单的准则可永远保证投资者取得特别的投资业绩——如果是这样，任何能够帮助投资者取得特殊业绩的策略和方法均不可能持久。

出类拔萃

为了形成自己的优势，我们必须具备投资大众主体可能不具备或忽略其重要性的相关能力。本书介绍的六位投资大师均反复指出，他们感到惊讶的是，即使有着深刻的历史教训和明智的忠告，多数投资者仍然热衷于跟风或效仿有着失败记录的策略。最好的方法其实并不复杂，尽管关于投资关键要素的知识有着广泛的实用性，但大多数投资者却不相信它。

他们为什么不从虚幻和充满诱惑的"从众"心理中超脱出来？这在很大程度上仍然是一个谜。也许这是由人的记忆规律决定的，人们通常会忘却三、四年前的教训；也许人们很容易被"专家"意见所影响，而这种意见通常仅仅是一种不可靠的估计；也许这是一种大规模的群体思维；也许这是因为本书讨论的投资哲学的成功实施需要深思和付出辛勤的努力，但大多数投资者却没有时间、意愿或背景知识。职业基金管理人是在严格的多样化投资规则下开展工作的，这迫使他们持有数百只股票，这怎么能够指望他们在买入之前有足够的时间来深入了解每家公司的情况呢？即使他们深知研究投资策略和管理层品质的重要性，也无法保证他们作出更好的决策。此外，对大多数基金管理人而言，并没有什么奖励措施可以促使他们做得更好。冒险采取"激进"投资策略（如集中的价值增长投资或其他非传统投资风格）必然会首先面临同行的嘲笑，其次是季度报告业绩不佳的可怕后果。

> 多数人的愚昧创造了获取廉价筹码的条件

希望了解内幕

具有讽刺意味的是，如果本书是成功的，更多的投资者将会加入我们的阵营，并抛弃他们从前采用的愚蠢方法，降低以错误定价购买股票的概率，进而使股票市场更有效率。但是，进一步考虑，这应该没有太大的问题。毕竟，格雷厄姆和多德(Dodd)在 1934 年、费雪首次在 1958 年、林奇在 1990 年就分别

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出版了他们的著作。自 1950 年代以来，巴菲特就一直在他致合作伙伴/股东的信中给出明智的意见，他认为机会大量存在，与不愿看手势和不善思考的人玩扑克可能是我们将长期面临的情况。

价值增长投资的架构

价值增长投资架构包括以下三部分：

1) *避开干扰，腾出时间*

价值增长投资方法是一项需要大量时间才能掌握的艰巨学科。许多投资者没有时间，因为他们花费了大量时间去研究一些枝节问题。报纸上充满了这种干扰，例如，GDP 和通货膨胀预测、股票技巧和技术图表信号。投资者要忽略所有这些并不能帮助我们了解企业及其未来股东权益变化的因素，腾出时间和精力。

投资者应该避免做的事情很多。这些“禁忌(don'ts)”可归入以下四类：

- 不要相信预言家；
- 不要涉猎某些类型的公司；
- 不按常规管理你的投资组合；
- 不让投资变得太难。

本章的后续部分将讨论这些内容。

2) *价值增长模型*

价值增长模型着眼于公司的基本业务，而不是股票市场。你只应该投资于你熟悉的公司，这些公司应该拥有一个强有力的经济特许权和财政实力，并由诚信有能力的管理层管理。特许权、管理和财政的优势分析应进行股东收益估计，全部的未来股东权益的贴现价值是公司股票的内在价值。如果计算结果明显高于目前价格，那么，这就有一个安全边际，这样的股票应该买入。请注意，这种方法并不介意股票是否被常规投资者列为“增长型股票”或是“价值型股票”。价值增长投资者可在上个月购买低市盈率和高股息率股票，而在下个月却购买高市盈率和低股息率、但有着强大利润增长潜力的股票。其实，只要未来股东权益贴现价值估计比“市场先生”给出的当前价格更高即可。

成功的价值增长投资还有其他两个关键因素。首先是要把投资组合的规模限制在少数几只股票上，规模太大必将导致灾难性后果，因为你不可能理解和监督太多的公司。另外，你可能会远离边际吸引力递减曲线。其次是长期投资。如果你有与公司长期共同经历多次经济周期和股票市场起伏的打算，那么，你在购买股票时的态度与那些仅仅出于短期利益炒股的人将有明显的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不同。你将关注股票特征的差异性，除非你确信该公司仍将主导其市场几十年，否则，你就不会投资。而一旦持有，你与那些主要关注短期市场兴衰的投资者的心态也会明显不同，市场剧变时你不会惊慌，你可以避免高昂的交易费用和税金。

3）*性格特征与个人品质*

价值增长投资者必须锻炼自己心境，使他或她不受其他投资者的影响，必须具备以下六类品质：

- 独立思考；
- 辛勤工作的能力；
- 不完全信息下的决策能力；
- 抵御投机诱惑；
- 保持耐心、毅力，刚毅和持之以恒；
- 勇于承认错误并从中学习。

分心的代价

投资者面临许多分散注意力的外部干扰，主要有以下讨论的四大类：

1）*不要相信预言家*

价值增长投资者很少或根本不会关注以下几点：

■ *宏观经济预测*　放弃做 GDP 增长率预测、失业率统计以及购买管理层可信度数据等等，可以节省投资者巨大的时间和精力。每天的报纸对下一阶段的通货膨胀、利率或货币供应有着大量的讨论——但它们大部分都是自相矛盾的。价值增长投资者只是快速阅读标题新闻，对美国联邦储备委员会的最新报告或来自投资银行知名经济专家的预测报告也很少会停留超过 10 秒的时间。猜测未来经济状况一般与重点关注公司分析的投资者不相关，股票的内在价值由股东收益决定。在下一年，无论 GDP 上升 3%或下降 1%对内在价值的计算均影响不大，而且，这种预测是极不可靠的。

如表 8.1 所示，杰出的投资者均明确反对估计经济总量趋势对投资决策有价值的观点。我猜想奈夫同意其他人的观点，但在他的著作中没有提到这个问题。很显然，他肯定不提倡使用宏观经济数据作为股票买卖决策的依据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 8.1 投资大师给出的禁忌

直言劝告我们不要做下列事情的投资大师：	林奇	奈夫	格雷厄姆	费雪	巴菲特与蒙吉尔
经济预测	✓		✓	✓	✓
热衷于揣测最佳时机	✓	✓	✓	✓	✓
运用图表或技术分析	✓	✓	✓	✓	✓
热衷于短期选择	✓		✓	✓	✓

■ *揣测最佳时机*　企图准时在市场高点和低点进行卖出与买入简直是浪费精力。除非你特别聪明，但大多数价值增长投资者并不是特别聪明，你不可能可靠地预测市场顶部和底部。更可能出现的是你不该悲观时却悲观，不该乐观时却乐观。此外，以短期市场趋势预测为依据进行买入和卖出必须支付非常昂贵的股票经纪人中介费和税收。具有长期经验的杰出投资者坚持认为他们无法预测短期趋势。为什么学会了一点巴菲特和奈夫经验的人认为他们可以告诉你下一步市场动向呢？这些人在电视上、在经纪公司、在报纸上到处都是，不要理睬他们。他们表现出了一种至上信任和严重无知的危险结合，他们是一群一无所知、却要求给予信息报酬的人。

■ *图表主义和技术分析*　不要期待价格波动和其他趋势数据可以为你提供指导。杰出的投资者认为不管如何利用基于统计记录获得的市场规律，你决不可能据此战胜市场。历史走势与未来趋势很少相关。

■ *短期交易*　基于公司或行业的短期业务前景优势购买股票——即未来收益 6～12 个月的盈利——是一件毫无意义的工作，这不应该被称为证券分析。因为有三个潜在的问题：

— 分析师容易出错意味着预测可能是错误的，而且往往是预期的改善并没有发生；

— 即使预测是正确的，良好的前景也可能在价格上已经反映；

— 市场行为难以捉摸，价格可能以其应有的方式运动。

2）*不要碰这类公司*

如果价值增长投资者忽略这些类型的公司，必将节省许多时间。

■ *公众高度关注的热门股票*　处于最热门行业的热门股往往最容易引起人们的高度关注，并得到大量积极的宣传炒作，结果是虚幻的题材支撑着高企的股价。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 8.2 投资大师给出的禁忌类型

直言劝告我们不要做下列事情的投资大师：	林奇	奈夫	格雷厄姆	费雪	巴菲特与蒙吉尔
购买热门股票	√	√	√	√	√
购买科技股票		√			√
购买历史上盈利不佳或创业股	√	√	√	√	√
购买复苏股					√
购买新股					√

■ *科技股* 这是一个选择禁忌。如果你具备专业技术知识，认为你可以分析处于迅速变化环境下的经济特许权优势，并具有评估引导公司长期成功的高科技管理团队品质的能力，那么，你可以忽略这一禁忌。对于那些不知道DNA 和兆字节内存等高科技的人，最好不要假装能够理解高技术产业。分析那些披着科技外衣的公司非常困难，如果你没有足够的辨别能力，最好是远离它们。

■ *没有盈利记录或创业公司* 应该回避那些对未来盈利信誓旦旦、却又缺乏确凿的实际盈利证据的公司。我们不可能评估这些公司的持久性竞争优势或管理优势。通常，这是一些处于不断变化行业中的公司。投资者被引诱去幻想这些公司究竟会发生什么。这根本不是一个符合安全边际投资原则的合理依据，存在太多的不可测性和太大的机会误差。当你可以将精力赋予那些满足价值投资标准股票的分析时，为何要冒明显不合理的风险呢?

■ *扭亏公司股票* 多年来，巴菲特试图投资长期处于艰难境况、有希望好转的公司。经过多次失败后，他的结论是公司的努力通常是徒劳的，扭亏公司很少逆转向好。

■ *新上市股票* 首次公开发行股票通常被充分地定价。在一级市场上，廉价发行并不多见，更多的廉价股票出现在二级市场上。

3）*不要按常规管理你的投资组合*

以下选股和组合管理方法往往会给投资者的财富带来损害：

■ *频繁交易* 许多投资者怀抱着他们可以利用短期价格变动获利的信念，高频交易他们的投资组合。从长远来看，投资者根本无法从金融资产所有权的频繁交易中获利，频繁摆弄投资组合意味着该投资者(更准确地说是投机者)不了解公司的基本业务。此外，他或她所面临的交易成本很高。众多的投机者发现，即使他们幸运地连续 4 次掷出六点成一排，第 5 掷的骰子也将带来灾难。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

■ *抛涨捂跌* 一些投资者似乎认为当股票价格已经上涨时自动卖出，而价格下跌时坚持持有的策略是合理的。“只要能获得盈利，你就不可能破产”的格言是一个愚蠢的逻辑前提（通过卖出优质公司股票获得盈利）。卖出优质股票可能意味着你错过了获得最大资本增值的机会，一只好股票可以上涨10～20倍。

同样愚蠢的是因为惧怕损失而坚持持有差股票。如果在购买后发现公司不符合价值增长投资标准，则应该勇于承认错误，抛弃“至少不分胜负（at least come out even)”的企图。解冻的资金可以投资于其他优质公司。

表 8.3 投资组合管理的禁忌

直言劝告我们不要做下列事情的投资大师：	林奇	奈夫	格雷厄姆	费雪	巴菲特与蒙吉尔
短线炒作	√	√	√	√	√
抛涨捂跌	√			√	√
止损委托	√		√		√
幼稚的逆市交易	√	√	√	√	√
认可悲观或乐观共识	√	√	√	√	√

■ *止损委托* 止损委托是不合逻辑的，因为市场往往以其躁狂抑郁症的方式造成你持有的股票价格下跌，此时，你不应该自动卖出。如果你的分析是正确的，那么，当价格下跌时，你应该是一个*买方*，而不是卖方。

■ *幼稚的逆市交易* 当市场趋势急转时反向炒作，即大多数人卖出时买入，大多数人买入时卖出，这种下意识的逆市交易者似乎体会到与众不同的快感，却与那些“从众”的人群一样愚蠢。真正的逆市交易者是在全面深入分析的基础上坚持自己与众不同的观点。然而，通常情况下，价值增长投资者的结论与市场共识一致，或至少不会反对提供安全边际。

■ *认可悲观或乐观共识* 市场往往会定期地失去自制力而趋于乐观或悲观。投资者会出现群体性过度反应，将所青睐的股票价格推高至不合理水平或在内在价值远远高于目前价格时反而抛售股票。在牛市顶峰时，大量股票成为过度兴奋购买的目标，正常情况下，不计后果的投机交易表现为投资者变身为投机者。甚至格雷厄姆和费雪似乎也无法抗拒这种诱惑。在1928～1929年间，他们也跻身于市场短期投机者的行列。在市场非理性亢奋时期，投资者似乎有信任美好事物的无限能力。另一方面，有时候，利空消息在股票价格上被过度反应，投资者的情绪可以变得如此悲观，以至于对利好消息视而不见或将其看成是利空消息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值增长投资者不应陷入这些心理创伤之中，应集中精力分析公司及其长期股东权益，利用市场的这种疯狂，但不参与其中。

4）*不让投资变得太难*

好投资的原则是直截了当的——不要使问题复杂化。因此，要记住下面的“禁忌”事项清单：

■ *不要套用数学公式*　本书讨论的投资者中没有一位运用现代金融理论建构投资组合，如以 β 为基础的资本资产定价模型和以 σ 为基础的投资组合理论。而且，这些还只是学院派给出的相对简单模型，金融学术期刊充满了复杂的数学公式，并企图利用这些公式解释市场行为、提供估价工具或者理解和降低风险。所有这一切都被证券从业人员当作是昙花一现的东西而拒绝，他们往往采用更简单的方法。然而，这些投资者都非常成功。

金融学家也许会说，好倒是好，“也许它在实践中有效，但它决不能上升为理论！”会不会是因为与其说这里讨论的投资者仅仅是“幸运”，不如说是股票市场定价上的低效率，这种低效率可以被那些掌握深奥技术和决策方法的人所利用？是否这种复杂模型将最终证明具有价值的洞察力，而从业人员个人的经验和知识积累被证明是有限的适用性？也许吧。但是，我知道我会相信谁的判断，尤其是就许多学术模型其中的缺点与大学生们讨论了多年以后。

看来，复杂的现代金融模型有时可以让你取得市场平均水平的业绩，但要战胜市场，必须投资于你理解的价值被低估的公司，而不是具有特别的相关系数和协方差的股票。实践证明，复杂投资行为的回报并不会超过简单行为。

表 8.4　投资技术禁忌

直言劝告我们不要做下列事情的投资大师：	林奇	奈夫	格雷厄姆	费雪	巴菲特与蒙吉尔
套用数学公式	√	√	√	√	√
投资衍生证券	√				√
频繁尝试本垒打	√	√	√	√	√
局限于高换手率股票	√			√	√

■ *不要投资衍生证券*　衍生证券是一种昂贵的降低风险方式。价值增长投资者都知道，风险可以通过深入了解公司业务的方式来降低，而不是利用套期保值手段。至于为获取更大回报而利用衍生证券的杠杆作用，那么，这是赌博，不应视为一个致力于公司投资的投资者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

■ *不要频繁尝试本垒打* 我们中的大多数人并不是杰出的棒球手，我们必须不断尝试一系列安打去争取得分。同样，不要指望能找到一系列引人入胜的盈利股票，要有毅力、持久性和耐心，勉为其难地迫使自己去追逐高收益可能会导致灾难，而应该设定合理的目标。

■ *不要局限于高换手率股票* 许多定价偏低的股票的市场交易额也很低，多数机构无视这些股票的存在，价值增长投资者应该作好逢低买进的准备。就家庭关系而言，离婚后更安逸并不是合适的理由。

价值增长模型

价值增长投资方法框架如图 8.1 所示，以下将依次介绍每个要素。

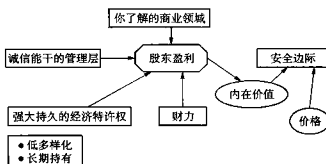


图 8.1 价值增长投资方法框架

投资你熟悉的商业领域

区分价值增长投资者和其他选股者的一个非常重要标志是前者对股票背后的公司进行研究。绝大多数选股者要么把股票视为柜台交易游戏中的一个筹码，根本不知道背后有一个基本业务支持，要么基于对公司长期前景最肤浅的了解进行买入和卖出。

一个成功的投资者必定是一个成功的内在价值评估者。为使自己进入所需的商业业务分析心境，杰出投资者最喜欢的策略是设想自己购买了(或继承了)公司 100%的股权，在此基础上进行股票分析。此外，他们设想这是他们唯一的商业资产，这将有助于他们把重点放在关键业务问题上，如：公司如何去竞争？什

> 一个成功的投资者必定是一个成功的商业价值评估者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

么是它的长处和短处？谁是客户？如何更好地为客户服务？经理人足够好吗？公司将在20年或30年的时间内处于非常有利的地位吗？为了找到这些问题的答案，需要在以下方面做大量工作：

■ 跟客户、员工、供应商、竞争对手等等对话可以揭示许多重要线索（内幕消息）；

■ 需要做许多阅读工作——例如，公司和竞争对手的年度报告、行业报告、贸易杂志、报纸、公司公告、竞争对手公司公告；

■ 亲身感受公司——试用公司产品、出席股东会议、向经理人和董事提问、参观展会。

在收集公司情报的过程中，精明的投资者可以发挥其优势。如果你对某个行业或特定公司已经有一些了解，明智的做法也许是建立在这一基础上，而不是试图去分析陌生和深奥的行业和公司。请记住：投资者不会因为所分析问题的难度而获得额外加分考虑（奥运跳水评分方法的难度系数在此并不适用）。容易理解的公司可以拥有价值增长投资者所希望看到的强大和持久的竞争优势以及其他重要特征——如果你正确地分析了面临许多变化和复杂变数的公司，其回报是一样。

价值增长投资者不能超出他或她的竞争优势圈，他或她必须精确绘出围绕在竞争优势圈周围、自己所能理解的、没有模糊边缘的那些公司，且其边缘必须明确界定。这就减少了对特殊智慧的需要，可以专注于避免愚蠢行为。熟悉一家公司可以获得自信、洞察力和利润。

诚信能干的管理层

好的管理层有许多重要指标，下列清单涵盖了增长投资者所期待的管理层的大部分要素：

■ 面向股东，以股东长期财富最大化为目标；

■ 喜欢竞争和超越。他们热爱所承担的工作，品味杰出业绩带来的快感，他们的热情和投入具有感染力；

■ 与机构强迫症抗争；

■ 在日常业务管理和长期规划两个方面都很优秀；

■ 高度忠诚；

■ 遵循合理的股息分配和股票回购政策（从股东角度来看）；

■ 不断努力降低成本；

■ 务实确定具有核心竞争能力的经营领域，内部事务决策和行动果断，能很好完成普通事务；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 无视最诱人但超出核心竞争力范围的提案；
- 不搞“多元恶化”，不允许并购损害公司股东利益；
- 及时报告利空消息和利好消息；
- 尊重和公平对待工作人员；
- 公用开支节俭；
- 不做假账；
- 良好的营销；
- 高度合作、相互支持、智慧、努力和相互尊重的执行关系；
- 高层管理团队既有深度又有广度，注重行政管理人才培养，生机勃勃；
- 行为正派；
- 由非执行董事制定标准和监测绩效；
- 有承担风险的信心；
- 强有力和良好定向的研究能力。在研发人员之间以及研究团队、销售团队与生产团队的协调方面具有高水平的领导。

强有力和持久的经济特许权

价值增长投资者期待找到一家在业界拥有牢靠保护的经济特许权、竞争能力突出的公司，以确保长期取得高于平均水平的盈利能力。通过对赋予其在业界竞争优势的公司资源分析，将指出该公司可能在何种程度上实现高于行业平均股东权益。行业分析和公司资源分析的结合将揭示经济特许权的优势强度和持久性。这两种类型分析的方法框架将在第 9 章和第 10 章讨论。

财力

价值增长投资者要求的标准是：

- 少量资本的追加可以导致盈利的大幅增加(高股本收益率)；
- 在偿付能力方面安全边际大——低负债比率，到期债务的宽限期长；
- 健全的成本会计制度。

股东权益与内在价值

在第 8 章，我们已经成功地做到了不涉及任何数学公式。对于金融学教授而言，这已表现出异乎寻常的克制——我希望你同意！更重要的是，它显示了数学公式和股票评价的计算结果没有地位，大部分时间应该花在评估公司质量上——大量的定性工作。然而，有时候我们必须计算内在价值，然后把它

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们与目前价格比较，看看两者之间是否存在一个安全边际，以使我们能够进行投资。

下面的数学解释尽可能简单。但是，为了使继续讨论尽可能简捷，我们假定读者已经熟悉基本的财务计算方法。*

任何金融资产的价值都是未来净现金流的现值。对于普通股而言，内在价值是公司商业剩余存续期内股东权益的贴现价值。贴现的原因是因为我们在明年或后年等未来年度获得的每 1 美元与投资者现在获得的 1 美元不等价。

*未来*股东权益是由经济特许权、管理水平和公司财力的强度和持久性决定的。价值增长投资使用巴菲特关于股东权益的定义，但在“投资新建项目”的(c)和(d)上附加更多的因素。股东权益被定义为：

(a) 税后利润；加

(b) 折旧、损耗、待摊费用和确定的其他非现金支出；减

(c) 机器设备的年维持费等等，公司为了充分保持其长期竞争能力及其单位产出量(unit volume)，必须投入的新建项目投资；减

(d) 营运资本的附加年维持费，公司为了充分保持其长期竞争能力及其单位产出量，必须投入的新建项目投资。

因此，有两种类型的投资：第一种是继续保持公司现有竞争能力以及当前产出水平所需要的投资；第二种是用于超越当前地位的新增价值建设项目。

例如，Cotillo 公司报告最近一年的税后利润为 1 630 万美元(注：最近一年可能缺乏代表性，所以，建议分析师考察若干年来股东权益的历史平均)。在编制报表时，收入(损益)账户扣除了 740 万美元折旧、15.2 万美元无形资产待摊费用和 71.3 万美元的商誉费用。为保持公司长期竞争能力和单位产出量，机器设备等年维持费预计为 860 万美元。为简化起见，我们假定维持长期竞争能力和单位产出量不需要更多的附加营运资本。另外，Cotillo 没有新增价值建设项目。

Cotillo 公司在过去的销售额一直非常稳定，未来也不太可能发生变化。因此，利用上述数字来代表*未来几年*的情况也是合理的，由此估计未来年度的股东权益为 159.65 亿美元(见表 8.5)。

---

* 如果需要唤起你的回忆，你可能会发现第 2 章(特别是附录)和 G·阿诺德的《企业财务管理》(2008 年，伦敦：金融时报出版社)是很有帮助的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 8.5 Cotillo 公司的年度股东权益

		千美元
(a)	税后利润	16 300
	加	
(b)	折旧、损耗、待摊费用和确定的其他非现金支出(7 400+152+713)	8 265 24 565
	减	
(c)和(d)	维持公司长期竞争能力、单位产出量以及新项目投资所需的机器设备的年维持费、营运资本等等	8 600 15 965

无限期未来年度股东权益估计的贴现价值是每年股东权益除以适当的贴现率(未来每一年的股东权益估计相同)：

$$\text{内在价值}=\frac{\text{年度股东权益}}{\text{贴现率}}$$

贴现率为处于这一风险等级资产所需的收益率，它等于投入资金购买股票的机会成本，而不是具有同等风险的其他投资形式。换言之，如果股东的次优选择是以资金形式投入 Cotilio 公司，并可以获得 10%的收益，则替代方案与持有 Cotillo 股票具有同样的风险水平，那么，Cotillo 股票的贴现率为 10%。

在本案例中，如果采用的贴现率为 10%(贴现率的推导将在下文讨论)，Cotillo 的内在价值＝1.596 5 亿美元：

$$\text{内在价值}=\frac{15.965\ \text{百万美元}}{0.10}=1.596\,5\ \text{亿美元}$$

早期有人认为，内在价值由公司剩余存续期内可以取出的股东收益决定的。从逻辑上讲，如果经理人在公司内没有能产生 10%或以上收益的投资项目，那么，Cotillo 管理层每年应支付 1 595.6 万美元给股东，因为股东在具有与持有 Cotillo 股票同样风险水平的别处投资同样可以获得 10%的收益率。如果经理人碰到另一个项目，承诺的收益率正好是股东财富(1.596 5 亿美元)的 10%，那么，股东财富将维持不变。公司可以选择投资或不投资该项目，也可以选择每年继续支付股东权益(全部现金分红)。如果管理层发现未来建设项目可以产生 15%收益率(与现有项目的风险水平相同)，那么，股东将对减少股息分红而增加附加投资持欢迎态度。如果这样一个项目付诸实施的话，未来股东权益的总贴现价值将上升，内在价值将大于 1.596 5 亿美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股东权益增长

同样，让我们假定 Cotillo 现在有一系列新价值创造项目(即能产生大于10%的回报)可以投资。通过投资这些项目，未来每年的股东权益将增长 5%(一方面，股东权益由于所需的额外投资(c)和(d)项而减少了，但另一方面，(a)项的收益将产生 5%的净增长)。

因此：

	百万美元
最近年度的股东权益	15.965
下一年度的股东权益：	
15.965 (1+0.5)	=16.763
两年内：	
$15.965\ (1+0.05)^2$	=17.601
三年内：	
$15.965\ (1+0.05)^3$	=18.481
等等……	

每项未来股东权益均以适当的贴现率折现：

$$内在价值=\frac{16.763\ 百万美元}{1+0.10}+\frac{17.601\ 百万美元}{(1+0.10)^2}+\frac{18.481\ 百万美元}{(1+0.10)^3}+\cdots\cdots$$

内在价值＝15.239 百万美元＋14.546 百万美元＋13.885 百万美元＋……

这种内在价值计算方法可能需要很长时间，因为未来几十年产生的股东权益均为内在价值作出贡献，因此，必须要代入公式折现。不要灰心，一年又一年不变增长率的长期(无限期)股东权益计算公式可以简化，整个计算过程可以在 30 秒内完成。

下面的公式与上述公式等价——但更便于使用：

$$内在价值=\frac{下一年的股东权益}{贴现率-增长率}$$

不要被误导：此公式明确只包括下一年的股东权益，但作为一个整体，公式代表所有未来年度股东权益增长率不变前提下的贴现。

那么，如果我们将其运用到我们的 Cotillo 案例中，内在价值变成了 3.352 6 亿美元，即：

$$内在价值=\frac{16.763\ 百万美元}{0.10-0.05}=3.352\ 6\ 亿美元$$

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

请注意，即使是股东权益增长速度相对适中也可能导致内在价值的巨大差异。5%的增长率相比预期没有增长的情况，其内在价值将增加1倍以上（当贴现率为10%时）。

更谨慎的做法——怀疑增长

上述分析中的增长率假设仅仅在教科书上是正确的。然而，从经验上看，这些都是代价高昂的错误，实践经验告诉我们要采取特别谨慎的态度。我现在通常假设未来股东权益增长率为零，本杰明·格雷厄姆的话一直想要回到过去：有关过去财务报表的确凿证据表明，专注于"事实证明"以及意义不大的未来增长预测可能诱使你寄希望于价值标准，增长率预测本质上是推测出来的。

因此，即使是有着高水平的管理、严密保护的强大经济特许权、高资本收益和低风险财务结构的公司也有可能处于"增长性差"的状况。如果保守估价仍然大大高于当前市场价格，这就具备了额外的安全边际，股东权益的任何增长无疑将是锦上添花。

通过这样严格的标准，按照其他方法认为优秀的许多公司甚至难以达到及格的标准。我的投资组合究竟需要多少？答案是5至10只股票。如果在零增长假设下所有这些都有一个可接受的安全边际，那么，有充分的理由认为我有一个低风险/高收益的投资组合。

记住巴菲特的穿孔卡片———一生中只有20个孔可用（投资）。这可能有些夸张，但巴菲特和蒙吉尔喜欢在几个月甚至几年内不做任何重大投资——直至他们等到完美投资机会的到来。

因此，当没有发现合适的公司时，他们会等待很长时间，尤其是当市场正处于繁荣阶段的时候。过去十年的多数时候，波克夏·哈撒韦公司拥有约400亿美元的现金，巴菲特和蒙吉尔发现市场上很少有机会让他们感兴趣。当2008年市场处于崩溃边缘时，一些优秀企业显示出极好的安全边际，仅在此时，公司的现金被用来购买它们。如果你拥有大量现金，请不要失望，要保持耐心，当市场出现机会时，它可以让你果断行事。

关于股东权益估计的其他要点

历史数据情况

在估计未来股东权益的过程中，我喜欢考察至少5年的会计报表，并计算出正常年度具有代表性的股东权益。当然，这个数字仅仅是一个粗略的估计，但这是必要的，不能只是依赖于最近一年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

营运资本及固定资本

与上年同期数字相比，如果股东权益没有增长，那么，公司进行附加营运资本投资的可能性不大，从而因素(d)可以为零。并且，我们只需要考虑维持目前经营水平和长期竞争能力所需要的资本支出。

非经营性资产

许多公司都有不需要投入经营的资产(如多余的办公室、现金、有价证券、公务飞机等)，这些资产可以变卖，而不影响未来股东权益变化。因此，这些剩余资产可以增加内在价值。

非经常性项目

在会计报表中，分辨非经常性(例外)项目有困难。如果它们真是一次性的，那么，它们可以忽略不计，可以把重点放在基本股东权益方面。然而，如果公司习惯于通过"非经常性"名义处理坏账，并希望投资者忽略损失和专注于"正常"收益，那么，它们必须被包括在内，也就是说，要从利润中扣除。一种办法是将这种例外项目进行年度平均分摊，比如说在 5 年内分摊。另一方面，如果管理层喜欢玩这种游戏，他们这样做能满足你的正派管理标准吗?

考虑到循环周期因素影响

如果一个企业在过去一年或两年已经历了一个快速发展时期，那么，平均 5 年的股东权益可能出现误导性高估，作出某种程度的向下调整可能是合乎逻辑的。

新发行股票

必须认识到在过去 5 年的股票增加(或减少)数量这个问题。例如，公司可能利用自己的新发行股份作为补偿而收购了大量其他公司，股东权益可能会因此大量增加，但每股股东权益却可能保持稳定或下降。

贴现率

内在价值估计中使用的贴现率是在相同风险等级项目投资中可获得的收益率。如果投资于美国政府债券则几乎没有任何支付违约风险，从实际效果看，这些债券可以被视为无风险。投资者中对 20 年期美国债券要求的当前收益率为 4%(2008 年年底)。如果我们要借钱从另一个有着同样小的支付违约风险组织购买金融工具，我们需要的收益率也为 4%，因为我们有同样数额的机会成本。也就是说，如果资金的次优用途(投资于美国政府债券)收益率为 4%，为什么我们要接受其他低于这一水平的金融工具呢?

沃伦·巴菲特说，他在进行股东权益贴现时，通常将美国政府债券收益率作为贴现率。他的理由是对这样的公司投资是非常安全的。他还深入分析公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司管理、战略地位和财力，以确信支付违约风险不大(对于普通股而言，即不支付股息和清算的风险)。

关于这一点，我不同意巴菲特(我知道有点鲁莽)。当股票被购买后，意味着买方愿意接受比购买美国政府债券更高水平的风险。即使是像可口可乐、迪斯尼和《华盛顿邮报》这样伟大的公司也可能面临风险。也许一项新技术发明将彻底摧毁它们的竞争优势，也许一场战争将摧毁它们的全球发展战略。无论如何，要有事情可能向不利方向发展的心理准备。当利润暴跌和公司陷入困境时，普通股股东排列在支付(年度分红或清算支付)名单的最后，即位于从债权人到税务机关等一长串利益相关方的后面。

风险溢酬

由于股权投资者有可能遭受资本损失(或长期很低的回报)，他们所要求的收益率包括一个没有风险的(如投资美国政府债券)收益率加上按年率计算的额外收益要求，即股票风险溢酬。也就是说，他们要求的每股收益率是无风险收益率(r_f)加上股权风险溢酬(RP)：

$$\text{要求的收益率}, k_e = r_f + RP$$

除非投资者的风险得到补偿，否则，他们不会承担投资风险。

对我们而言，衡量投资者所要求的未来风险溢酬是不可能的。我们能做的只是观察股票的历史平均风险溢酬，并以此作为未来资产风险溢酬的代表。如果我们假设当前和未来的投资者对他们投资于股票所承担额外风险的补偿与过去实际得到的超额收益要求相同，那么，我们需要衡量投资者相比无风险长期投资的超额收益。观察一年或两年相比政府债券的股本收益率是没有用的，因为从这一年到下一年可能会有所不同，这取决于股票市场和债券市场的变迁(在某些年份，如 2008 年，股票的收益率将低于债券!)。然而，我们可以观察在过去数十年内投资者持有股票的平均超额收益。

确定风险溢酬水平

伦敦商学院的爱罗伊・迪姆森(Elroy Dimson)、保罗・马什(Paul Marsh)和迈克・斯汤顿(Mike Staunton)教授与荷兰银行合作出版了一份某些国家长达 108 年(1900 年开始到 2007 年年底)的股票风险溢酬研究报告[1]。他们发现，美国投资者平均每年获得了超过长期美国政府债券收益 4.5%的年度风险溢酬。也就是说，相比长期美国政府债券，持有股票平均每年获得了额外 4.5%的收益率。

因此，一方面，既有巴菲特所说的零风险溢酬适用的情况，另一方面，也有证据表明，投资者获得了平均每股 4.5%的风险溢酬。我们该怎么办呢？比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如，在 2008 年，我们应该按照 20 年期美国政府债券利率即 4%贴现未来股东权益的回报吗？也就是说，$k_e = r_f + RP = 0.04 + 0 = 0.04$。或者我们应该加上那个长期平均的风险溢酬？也就是说，贴现率是 $r_f + RP = 0.04 + 0.045 = 0.085$，即 8.5%？

大体上正确，错误不明确

像其他金融活动一样，关键就在于判断。换言之，没有可以机械套用的硬性规则，我们必须判断所评估股票面临的风险是大于还是小于平均水平。如果大于平均风险水平，那么，风险溢酬应该超过 4.5%，所需贴现率应该大于 8.5%；如果风险较低，那么，贴现率将低于 8.5%。

以下是一些用于指导投资者判断的观点：为了完成内在价值计算，股票必须经过了一系列检验，其基本业务是健全和稳定的，并具有高度的可预测性（至少与大多数公司比较）；它有一个强大的和持久的竞争优势，在业界具有很强的特色；管理层是诚实可信且有能力的；财政实力强大。对于这样的公司，我们有理由说其风险低于平均水平。因此，我们有充分的理由运用比过去 108 年平均股票更小的风险溢酬标准，但准确地描述减少的程度是非常困难的。金融理论对于这个问题几乎是无用的（尽管关于这个问题有着成堆的学术论文），必须承认这只是一种估计。我的看法是风险溢酬不为零，价值增长投资所有其他测试运用的标准也不会高达 5%。在计算内在价值时要谨防犯错误，我建议采用接近 5%的风险溢酬，而不是零。我将用 4%，但不会反对选择了 0～5%参数范围内不同数字的任何人。

因此，谦卑点说，我碰巧推荐的 2008 年美国股市价值评估的贴现率是一个不错的整数 8%（你知道这纯属偶然）：

$$k_e = r_f + RP = 0.04 + 0.04 = 0.08$$

众多不确定性

作为一门科学，金融学力求成为一个科学的和定量的问题，但我们经常在更高的层面上欺骗自己。我们认为，它本质上更是一门定性的和艺术的学科，至少当我们想要应用它们于解决现实世界的问题时是这种情况。哎呀！这一声明将冒犯许多学术界的同僚，他们中的许多人怀着极大的自信为你提供小数点后两位的价值评估贴现率。我相信这些数字将让你冒很大风险。

贴现率将随政府长期债券利率的变化而变化。如果我们设想在 2011 年的 20 年期美国政府债券利率为 8.0%，那么贴现率将变化到 12%：

$$r_f + RP = 0.08 + 0.04 = 0.12$$

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果真有的话，风险溢酬随着时间推移的变化非常缓慢，但贴现率可以随无风险利率变化而显著变化。

世界各地的风险溢酬水平

其他国家的股票风险溢酬也已经计算出来，如表 8.6 所示。股票投资者与政府债券投资者获得的收益存在差异。一般情况下，超额收益的范围在 3.5%至 6%之间。2008 年，英国 20 年期政府债券的收益率是 4.2%。如果直接从表 8.6 导出一个 4.2%的风险溢酬(5.5～1.3)，那么，相加后所要求的平均股票收益率(贴现率)将是：

$$k_e = r_f + RP$$

$$k_e = 0.042 + 0.042 = 0.084，即 8.4\%$$

表 8.6 股票和政府债券的实际收益率：1900 年至 2007 年(108 年)的年均收益率国际比较(几何平均)

	股票	债券
澳大利亚	7.9	1.3
比利时	2.5	−0.2
加拿大	6.3	2.0
丹麦	5.3	3.0
法国	3.7	−0.3
德国(债券：99 年(除 1922～1923 年以外))	3.4	−1.8
爱尔兰	4.6	1.0
意大利	2.5	−1.8
日本	4.3	−1.3
荷兰	5.4	1.3
挪威	4.5	1.6
西班牙	4.0	1.3
南非	7.5	1.7
瑞典	7.8	2.4
瑞士(1911 年以来)	4.5	2.6
英国	5.5	1.3
美国	6.5	1.9

资料来源：Elroy Dimson, Paul Marsh and Mike Staunton (2008). *Global Investment Returns Yearbook*, *2008*, ABN Amro/LBS.

如果某公司通过了其他所有价值增长标准的检验，那么，贴现率位于 4.2%和 8.4%之间似乎是合适的(但我倾向于取上限)。

2008 年，欧元区的长期政府债券利率约为 4.1%，这样，德国公司的平均

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

贴现率将达到 9.3%：

$$k_e = r_f + RP = 0.041 + 0.052 = 0.093，即 9.3\%$$

通过价值增长标准测试的德国公司应该采用一个比这更低的贴现率。

2008 年，日本长期政府债券利率非常低，仅为 2.1%。因此，从平均股票意义上讲，贴现率定在 2.1%+5.6%=7.7% 似乎是恰当的，价值增长股票的贴现率也应该低于这一标准，但应高于 2.1%。

安全边际

价值增长分析受到不确定性的影响，不仅我们在对待未来事件估计时面临各种可能的结果，而且用来计算内在价值的一些变量也值得怀疑。在许多事情上，我们都可能是错误的。例如：

■ *经济特许权评价* 也许竞争优势的强度或持久性以及产业特征不如我们所认为的那样好。

■ *管理层评价* 判断一个人的品质，特别是在你没有与他们天天共事的情况下，可能是非常困难的。

■ *财力* 公司以外的人不可能了解全部事实数据。

■ *贴现率* 关于最恰当贴现率的判断，每个人可以充分发表不同的意见。

因为有这么多导致算错的潜在影响因素，因此，有必要构建一个大的安全边际。只有当内在价值和当前股票价格的差额对你有利时，你才应该买入股票。

多样化程度低

价值增长分析方法要求在购买前对拟买入股票有一个详细的了解。但如果你有一个由十多家公司股票组成的投资组合，要做到对每只股票深入了解几乎是不可能的。事实上，我们大多数人只能应付 3～7 只股票。可以将大量时间用来选股的投资者可以密切跟踪 12 家公司，其他人必须考虑自己的时间和精力，确定可以有效跟踪的合适股票数量。

请记住，风险与投入股票分析的智力与精力的大小密切相关。这种努力必须很专注。在投资组合中，除了前面的 4～5 只股票外，按照投资组合理论扩大多样化的原则而增加持有证券品种并不能带来风险的明显降低。但进一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

步多样化却会*增加*对决定股价的公司基本面了解失败的机率，因此，*追加*风险——这一风险因素的迅速增加远远大于多样化程度扩大带来的好处。多样化是经常被投资者采用的，因为它是对无知的一种保护。常规选股者通常不花时间去了解股票背后的公司状况，因此，他们必须为无知而提心吊胆，并试图通过资金的广泛运用来获得安全感。这种诺亚方舟投资方法的结果是至多取得市场平均业绩——你绝对不可能照看好你所有篮子里的鸡蛋。

为了降低风险，价值增长投资者必须加大特定公司的分析力度，这些公司不能偏离边际吸引力递减曲线太远。日复一日地保持明智的投资选择非常难，一生中争取作出几次关键的投资决策（请记住巴菲特设想的最多可有 20 个孔的穿孔卡片），并努力使这几次投资成功。

长期持有

做好长期持有的准备。价值增长投资者几乎从不卖出，这种心理预期有助于集中精力分析买入的股票——你应该将注意力集中在公司优势的持久性上，而不是股票的短期走势上。你可能会提出一些问题，如该公司是否能够在 30 年内继续保持行业内的领先优势？而不是本月内市场热点是否会从电信类股票转向防御型股票等问题。

一个“几乎从不卖出（almost never sell）”策略也意味着你不可能被围栏对面的虚幻绿色草地所吸引。如果该公司已经通过价值增长方法的审查，并具有许多优点，而你又不太可能找到具备所有这些特性的替代投资品种，或者如果你长期持有你熟悉的公司、管理层和产业背景的股票，那么，你可以保持对公司不断发展题材的关注，并且变得越来越熟悉。

此外，短期股票持有策略可能导致非常繁重的交易成本和税收负担，这使得大量其他人（如股票经纪人）富起来的同时，你的财富却越来越少。

然而，有时你必须卖出股票：

■ 当原有分析出现错误时——事实背景与购买时所依据的证据明显不同。

■ 股票特征不再符合价值增长投资标准。随着时间的推移，公司的竞争素质、行业状况、管理水平和财力已经发生变化，股票已显露出难以取得预期的潜在高收益，题材不足以继续支撑其价格水平。

■ 出现了更好的投资机会。但这是非常罕见的情况，在放弃一家熟悉的公司之前，投资者应该确认新公司可能隐藏的风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

性格特征与个人品质

要成为成功的投资者，必须锻炼自己保持免于价值增长分析框架优势被侵蚀的能力，并具备以下素质：

■ *独立思考* 关于目前所谓的共识，市场充满了欺骗性的理由。华尔街人倾向于跟随如同患有躁狂抑郁症旅鼠似的市场操纵者。“市场先生”不接受价值判断、独立思考、收集事实，以及运用测试标准和合理原则严格评估公司业务。如果你做好了所有这些事情，你将拥有来自于知识、经验和清醒头脑的信心和勇气，不要介意其他人的看法与你不同。当其他人跟随市场炒作时，做好脱离人群和市场转折诱惑的心理准备，做好独立思考和基于自己的推理采取非常规行动的准备。呆在某个可让你真正思考重要问题的地方——远离日常股票市场的刺激，不要被“专业投资者”所吓倒。请记住：绝大多数“内行”没有战胜过市场指数投资组合，价值增长投资者远远优于大多数华尔街分析师。

■ *辛勤工作能力* 价值增长投资需要充分的精力投入，必须具备扎实的战略分析、会计、金融和经济知识，并愿意花时间去研究内幕消息。价值增长方法的回报是巨大的，但它要求始终如一的劳作。

■ *不完全信息下的决策能力* 在投资决策过程中，未来股东权益不可能被精确计量，但我们必须有自己的判断。如果你不擅长基于不确定数字和数据作出分析，如果你需要事实证明然后才能做出决定，你就不可能成为一名优秀的价值增长投资者。投资是一种以概率为基础的艺术形式，成功的投资者偏爱概率。

■ *抵御投机诱惑* 必须学会信守好的投资标准，当你在牛市中看到别的投机者获得巨大回报时尤其应该如此。在市场大跌和进行安全边际考察之前，不要被短期投机交易所诱惑。你应该离市休息，像费雪和格雷厄姆在 1929 年时一样；你必须压制个人感情和直觉，像伊索寓言中的狗一样，要坚持做所知道的好事情，而不是试图抓住更迷惑人的所谓好东西。巴菲特对每年 15%的资本升值感到满意，为什么我们会有能力去追求更高的目标？

■ *保持耐心、毅力、刚毅和持之以恒* 价值增长投资者不急于购买股票，要站在本垒上等待坏球从身边过去，不要放弃你信守的标准。

在价格大跌后购买股票也需要保持耐心、毅力和坚韧，要保持对投资机会判断的怀疑。如果你已经这样做了，确信股票具有好的价值，那么，如果你有胆量，则价格下降创造了买进的机会。市场悲观情绪是投资者的朋友，但需要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有抵抗热点诱惑的坚强意志。

不要急于卖出已持有的好股票。有的时候，当市场认识到股票的内在价值时，投资者可能已经变老了。如果你坚持持有，你可以从盈利增长和市盈率上升这两个利好因素中受益。有时，价格能迅速上涨，你能获得良好的收益率，诱惑你将股票兑换成现金，此时，更需要你耐得住。请相信最大的收益部分最终会出现。

价值增长投资者应保持始终如一的投资风格。请不要轻易改变你的投资风格，即使价值增长投资原则在某些年度效果不佳，也要抵制在这期间的诱惑，不要放弃并尝试最新的时髦做法，要保持你一贯的最佳投资风格。另外，在连续跟踪公司题材方面也要保持一致性。如果题材仍然具有让你继续持有的吸引力，你一定要保持定期对公司的研究。

■ *勇于承认错误并从中学习* 在投资过程中必定会发生错误，永远保持对公司的正确判断是不可能的。事实上，杰出业绩仅仅要求我们 10 次中有 6 次正确即可。当决策错误发生时，不要因为你不愿被别人评判或想起你的"失败"而掩盖起来，要正视它、研究它并从中吸取教训。按照这种态度，你投资决策水平将会不断改善。此外，要善于从别人的错误中学习——"人生短暂，岂能事事亲历"（马丁·范比（Martin Vanbee））。

价值增长投资的关键原则

避开干扰，腾出时间：

■ 不要相信预言家：
- — 忽视宏观经济预测；
- — 不要揣测最佳时机；
- — 不要相信图表主义和技术分析；
- — 不要沉溺于短期交易。

■ 不要碰下列公司：
- — 公众高度关注的热门股票；
- — 科技股；
- — 没有盈利记录或创业公司；
- — 扭亏公司股票；
- — 新上市股票。

■ 不要按常规套路管理你的投资组合：
- — 不要频繁交易；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

— 不要抛涨捂跌；
— 不要止损委托；
— 不从事幼稚的逆市交易；
— 不要接受一致认可的悲观或乐观共识。

■ 不让投资变得太难：
— 不要套用数学公式；
— 不要利用衍生证券；
— 不要频繁尝试本垒打；
— 不要局限于高换手率股票。

价值增长模型：

■ 投资你熟悉的商业领域；
■ 诚信能干的管理层；
■ 强有力和持久的经济特许权；
■ 财力强大；
■ 股东权益的贴现价值等于内在价值；
■ 贴现率的选择非常困难，它的量值可小至当前无风险收益率加上零风险溢酬，大至当前无风险收益率加上 3.5%～6%的风险溢酬；
■ 价格与内在价值之间的大安全边际允许内在价值计算中出现关键因素的判断误差；
■ 多样化不能超出自身可控能力；
■ 做好长期持有准备。

卖出股票的前提：

■ 原有分析出现了错误；
■ 股票特征不再符合价值增长投资规则；
■ 出现了更好的投资机会。

性格特征与个人品质：

■ 独立思考；
■ 辛勤工作；
■ 不完全信息下的决策能力；
■ 抵御投机诱惑；
■ 保持耐心、毅力，刚毅和持之以恒；
■ 勇于承认错误并从中学习。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录 8.1 关于贴现率的税收影响的讨论

税制使问题复杂化了。从技术上讲，因为我们使用的是税后股东权益数据，所以，也应该使用税后贴现率。贴现率的股票风险溢酬部分已计算为税后，作为股票股息已经纳税。如果所有投资者的长期政府债券收益已纳税，那么，无风险利率应表示为扣除纳税后的数字。因此，如果债券的税前利率为5.5%，税率是30%，那么，税后的利率为3.85%。使用这个数字存在的问题是许多(最)金融证券不征税，这通常是因为政府各机构发行的证券(如养老金基金)是免税的。结果是对于“普通”投资者而言，有效的税后无风险率很难确定。由于这一困难，我们在利用当前税前无风险利率进行贴现率计算时要小心犯错。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

9 产业分析

两个主要因素影响经济特许权的优势和持久性。首先是产业结构。价值增长投资者应该寻找多数企业普遍表现出高收益的行业。有一些关键因素决定行业资本利润率的持久性，本章提供了识别这些因素的一个基本框架。其次是在行业内的特定企业不受其他企业影响，并持久创造资本收益率的能力，这是由其拥有的竞争优势资源所决定的，第 10 章介绍了这些内容。一家公司可以有一种或多种特殊资源。有时候，它们是有形资源，如布鲁克林区唯一岩矿的开采权，但更多的特殊资源是无形资源，如公司与供应商、客户和政府关系的好坏或管理团队所共同拥有的隐性知识。商誉、品牌、态度和能力都有助于提升竞争力。第 10 章提供了一个分析框架，据此考察公司以揭示这些赋予公司持久优势的资源（特殊资源）以及那些给予公司同样竞争能力的普通资源。价值增长投资者希望得到属于可持续高收益行业并拥有特殊资源的公司，这使它无论是现在或今后几十年都能够处于其他竞争者或潜在竞争对手之上。

竞争基准收益(The competitive floor)*

在一个完全（自由）竞争的产业内，公司只能实现一个“正常”收益率，也就是说，股东只能获得一个诱使他们将资金投入该公司并持有它的收益率。如果收益下降 0.1%，那么，投资者会将资本撤出该公司，并投资于其他具有相同风险水平、提供完全“正常”收益率的公司——而该公司最终将不得不停业。

* 以下大部分讨论内容在很大程度上要归功于迈克尔·波特（Michael Porter）的工作，尤其是他的《竞争战略》(*Competitive Strategy*, 1980)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在完全竞争情况下，公司往往不能提供高于正常水平的收益率(超额回报)。试想，如果一个行业没有获取短期高收益率机会，也就是说，当产品价格上涨时，新加入者或现有竞争者的新增投资将很快使超额收益消失，并使这一行业重新回到与其风险相当的正常收益率水平。

显然，一个完全竞争性的行业对投资者没有吸引力。价值增长投资者需要寻找一个拥有较大的价格、产品和成本差异，能提供高收益率的行业。问题是行业内的竞争会促使企业之间的价格和成本差距以及竞争基准收益不断缩小，从而迫使资本收益率不断下降。然而，在某些行业中，由于其竞争程度较弱，往往允许超常回报长期存在。价值增长投资者需要寻找那些具有超强和持久定价能力的企业。

五种竞争作用力

迈克尔·波特提出了重新恢复到完全竞争水平的驱动力分析方法框架，以直观的方式分析现有竞争者和潜在新进入竞争者之间的竞争程度。他指出，客户、供应商以及替代品也是公司在业界的“竞争对手”，从某种意义上说，它们给公司取得超额收益施加了限制。例如，亨氏(Heinz)很少有直接竞争对手，因为它的品牌使它格外突出，它有一个无可比拟的分销系统，它面临来自新进入竞争者的威胁不大，因为新的竞争者需要几十年才能建立必要的品牌形象和销售能力。但是，亨氏的管理层仍然担心，因为客户、大型连锁超市的影响力不断增强，食品零售商巨头要求通过产品销售获得更多的价值，他们可以在价格上击败亨氏。再来看看另一起案例：音乐分销业(唱片生产商和零售商)。CEO们非常害怕无知。并非特别强大的竞争对手正在占有更大的市场份额，从而变得更加强大。这是正在发生的事情，但这不是忧虑的主要原因。他们也不担心新进入的唱片公司和零售连锁店，这些新竞争者来来往往，但行业利润仍然很高。不，他们的噩梦来自于一种新技术的出现，这种新技术使消费者能够通过交换技术在互联网上免费下载音乐文件。因此，对于整个产业最具威胁的是这种分销制度。

在完全竞争情况下，市场门槛是免费的，而且现有企业没有任何与供应商或客户讨价还价的能力。此外，由于现有企业的产品相同，它们之间的竞争非常激烈。事实上，一些行业近似于完全竞争。正如加尔布雷斯(J. K. Galbraith)曾经指出的那样，商业活动中最大的不安全根源是竞争，因此，管理层不断作出迁移的努力，以便尽可能远离完全(自由)竞争。但他们究竟能迁移多远则取决于五种力量的优势大小，如图 9.1 所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

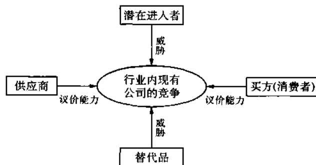


图 9.1 五种行业竞争作用力(改编自波特(1980 年))

五种力量决定产业结构状况，反过来又决定了该产业的长期收益率。有些行业*面对*这五种竞争力的地位非常糟糕，从而导致了非常差的收益率。以欧洲钢铁生产为例，那里有世界上最大的和最有效的钢铁工厂。如往年一样，钢铁企业能够聘请世界上最好的管理层，但他们仍然没有取得良好的收益率。因为所有五种力量均对它们不利，原材料供应商往往是讨价还价能力很强的大集团(例如，三家主要生产商主宰了世界的铁矿石业务)，它们的很多客户都是规模巨大的企业(尤其是六大汽车制造商都十分乐意更换钢铁供应商，以便它们能获得所渴望的购买价格)。在亚洲和(前)苏联有几十家低成本的新加入者紧盯着现有市场份额。在欧洲，由于每个生产者均需要摊薄固定成本，进而需要扩大产能，导致现有企业之间竞争激烈，而退出本行业的困难加剧了这种竞争。许多公司被看作是全国冠军和重要的雇主，因此，它们得到了更多的来自政府的支持。更重要的是持续的替代品威胁更加让人忧虑，如铝生产商。

航空产业的经济状况

事实证明，比钢铁产业还糟糕的产业是航空产业。这是一个令人惊讶的发现，尽管经过多年的管理创新、削减成本、并购、大规模营销以及其他活动，但该行业的累积盈余在其整个历史上仍然是负的。其他行业渴望的旅客人数增长率(每年 4%～5%)的事实似乎对盈利期望没有任何作用，而供应商往往又是很强大的(如飞行员工会)。另外，如果一家航空公司建立了一个有利可图的市场，往往会迅速地被新进入者以及现有航空公司飞机的全球调运所淹没，最终结果是产能过剩和价格低廉。航空公司难以迅速摆脱过剩的运力，它们购买的飞机可以飞行几十年。而当旅客需求下降时，它们根本没有办法减少飞机供给，而退出该行业又受到来自与国际承运商紧密关联的民族自豪感的抑制。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

变化和长期的视野

在我们期待更详细了解产业结构分析框架之前需要记住两点：首先，产业状况可以改变。一个产业结构差的低收益行业能转变成为一个产业资本投资收益率高的行业。这可以由多种原因引发，包括可以改变整个产业经济状况的技术创新（如电信行业中的移动电话和因特网）以及政府政策改变（如允许航空业并购，这在以前是被禁止的）。因此，当涉及到产业结构时，我们需要获得一个动态而不是静态的看法。

其次，当我们谈论资本投资收益率的时候，一般是指期望的长期收益率。例如，来自经济繁荣或衰退周期的短暂盈利提升或盈利下降，应有别于行业的长期基本特性以及相应的收益率。

在这五种力量中，每种力量的优势受到许多因素的影响，其中最重要的那些因素将在下文予以讨论。通过讨论将给价值增长投资者提供一个需要调查的因素清单。

市场准入的威胁

如果一个行业的收益率水平高于其他行业（风险类似时），那么，它将充当一个蜜罐——一群饥饿的昆虫将尝试进入并带走一些蜂蜜。新的竞争者将增大整个行业的产能，因为它们将争夺市场份额。对于行业内的每家公司而言，结果意味着是价格下跌。对于原有企业而言，为了维持市场份额，将增加对客户的营销推广和信贷优惠等支出，综合成本将增加。

> **新竞争者的加入令现有企业深恶痛绝**

新竞争者的加入无疑将令原有企业深恶痛绝。做两件事可以阻止或至少减缓进入蜜罐的昆虫数量。首先，对局外人设置进入壁垒；第二，对拟进入的局外人发出一个明确信号，如果它们敢于跨越门槛，那么，它们将受到大规模的报复性打击，直到将它们赶出去。当然，在许多行业需要这两个阻碍手段一起使用。

可信度是用于反击新进入者威胁的关键。如果现有企业做好下列事情，有助于增强反击措施的可信度：

- 表明自己在过去是积极的蜜罐捍卫者；
- 表明自己有大量的存量资源可用来对抗威胁（现金、借贷能力、供应商和客户等等有牢固的关系或权力）；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

■ 表明自己全心致力于本行业(如资产很少用于其他用途)。

具有强烈报复性威胁的行业包括电脑软件和软饮料行业。

防止进入的壁垒有各种形式,它们可以单独或合并使用:

■ *大规模经济和高资本额* 在一些行业中,规模小的企业在竞争中处于劣势,因为它们的平均产品成本高于以最有效规模生产的公司。有抱负的进入者知道在这种行业生存的唯一办法只有扩大投资规模,这使得该领域逐步缩小到少数具备所需财力资源的企业。如果这些大企业的任何一家敢于投下这么多钱,必将冒来自现有企业严重反击的风险。在一定程度上受到规模经济保护的产业包括酿造、航空发动机和汽车装配中端市场。完全进入铝行业的投资规模高达几十亿美元——即使这样,新进入者所获得的市场份额仍然可能会少于全球市场的5%。为了战胜已有的品牌,如麦当劳、可口可乐或《华尔街日报》,往往需要巨大的营销费用投入。典型的规模经济驱动产业往往是一个自然垄断行业,在这种行业中,一家以上的生产商没有任何意义,例如,家庭生活用水供应行业。

一些行业也得到了范围经济的保护。也就是说,通过大量产品线之间的费用分担而节省成本。例如,食品生产商可以增加额外的产品线,以便利用同一分销网络以及零售商和生产设备。在这一行业中,这是并购发生的一个主要原因。

■ *高风险* 即与模仿相关的风险,但识别它并不容易,一个成功的企业管理者要做的是提升自己并凌驾于失败者之上。现有企业可能拥有即使别人可以看到也很难模仿的特殊能力,模仿的不确定性能够阻止企业进入竞争性领域。例如,可以肯定地讲,麦肯锡(McKinsey)和高盛(Goldman Sachs)的做法是很难模仿的。

■ *进入分销渠道的机会* 现有分销渠道通常由现有企业完全占用,新进入者需要以某种方式设法进入,才能确保产品的分销。但这可能代价高昂,即使它们愿意迎接一个新的供应商,买方也很可能提出大减价和其他好处的要求。例如,新的食品制造商会发现它很难吸引更多的大型零售商。

现有企业之间往往有密切的关系和长期为适应客户需求而提供专业高品质服务的经验,这可以形成一个非常高的进入门槛。通常,新进入者唯一的选择是找到一个全新的分销渠道,这种潜在可能性可以通过互联网而大大提升(对于某些行业)。

■ *转换成本* 公司产品的买方更换供应商可能需要付出高成本。例如,购买飞机需要花费大量的员工培训费用,以便提供飞行服务。它们还需要投资附属设备,以保持飞机的良好运行。这些因飞机供应商转变所带来的工作

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人员培训和设备购买费用构成了昂贵的转换成本。新进入者必须给出一个报价，说明承担这些转换成本是值得的。对于一个组织而言，更换使用微软操作系统和办公设施的成本也是代价高昂的。任何潜在进入者必须证明这种转换具有非常特别的好处，仅仅只是稍好的性能和稍低的价格是不够的。

■ *差异化* 差异化意味着企业提供了比竞争对手产品定价更高的一些价值因素。这些不同的附加功能比所附加的费用具有更高的价值比，而顾客将支付这些额外的费用。例如，市场上有许多巧克力块，但只有一个好时(Hershey)品牌；市场上也有很多设计师，但只有一个斯特拉·麦卡托尼(Stella McCartney)。即使是大学也是通过自己的研究和教学优势来区分的。一旦商誉确立，别人很难篡夺这一地位。

■ *经验* 随着时间的过去，现有企业积累了大量关于它们的供应商和买方所在行业的经验，它们形成了自己专门的技术知识和文化，以适应在该行业运营。经验丰富的企业往往可以使自己的产品比其他企业更好或更便宜。例如，在飞机制造过程中，经验曲线将发挥作用，企业增加 1 倍产量可以显著降低单位成本。工人和管理层在完成重复工作任务时更有效率。专用设备和工艺开发可以提高生产效率。如果现有企业能保护好自己如何运用经验降低成本的秘密，它们就可以创造一个非常强大的进入门槛。例如，英特尔在开发微型处理器方面积累了几十年的经验，这使它很难被新进入者赶超。

■ *政府立法和保护政策* 专利是由政府设置的最显而易见的进入门槛。此外，还有一些其他措施，例如，机场限制起飞和降落时段、柜台销售药品的控制、限制外国竞争者进入的关税和配额、支持特定领域的政府补贴、准入许可证制度、价格管制、捕鱼配额和从国内供应商购买国防设备的规定等。

■ *原材料或出口控制* 行业内的现有企业拥有有利的通道或关键投入以及出口渠道的控制优势，例如，德比尔斯公司(De Beers)在劝说矿工将钻石卖给它们方面有着巨大的影响力。由此一来，它们进而能够控制供应以及消费市场的价格。它们在供应商和客户两方面均具有强大影响力，新进入者很难挑战德比尔斯公司。然而，最近，强大的俄罗斯和澳大利亚已经采取了公然对抗的立场，并开始削弱其霸权。

现有公司之间的竞争强度

价值增长投资者必须关注自己所处行业内现有竞争者之间的竞争程度。企业之间争夺市场份额和利润的竞争越激烈，收益率将越低。竞争激烈程度可以以多种方式侵蚀利润。例如，企业定价的激烈竞争(任何企业的定价变化

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将迅速引起竞争对手跟进)；市场营销费用越来越大；企业被迫定期改进产品和推出新产品，以便在市场上领先一步。

在激烈竞争行业，总有一个想领先竞争对手的特立独行的企业。它们看到了一个机会，然后尽其所能去争取。很遗憾，当其他公司跟着降价、营销创新或改进自己产品时，它的优势是短暂的，结果是整个行业的最终盈利比以前更少了。

在集中度更高的行业内，竞争对手通常认识到它们的相互依存和制约，因此，它们限制竞争。它们宁愿有一个拥有统治力的竞争对手，而不是一群力量均衡的竞争对手——占主导地位的企业在行业定价上拥有强大的影响力，并能训导其他特立独行者。对于高度竞争性的行业，金融出版物可能使用诸如"残酷竞争"或"价格战"等术语，而竞争不强的行业则被形容为"稳定的"、"乏味的"或"绅士的"。加剧竞争的因素有：

■ *众多能力相近的竞争者*　如果没有占优势地位的企业，行业内很可能出现激烈争夺市场份额和利润的情景。当该行业有大量公司时，总会有一个或两个企业试图抢占先机，即使只占少数。如果它们的资源和规模相近，它们往往会不断创新。打击和报复将导致所有企业收益率的下降。这对客户是件好事，但与占主导地位企业的合作将使该行业产生更多的利润。

■ *行业增长缓慢*　当一个行业快速增长时，公司可以在不影响其他公司销售的情况下增加销售额。而在一个缓慢增长型行业中，往往存在剧烈的市场份额竞争。汽车市场就是最好的例子。

■ *高固定成本*　高固定成本公司必须有大规模的产出才能将固定成本分摊到更多的产品上，其盈亏平衡点很高。竞争对手为了实现所需的规模经营必须降低价格。造纸和钢铁制造行业就面临这个问题，必须通过降价来实现快速增加销量。这种情况也出现在产品生产和服务难以储存的行业，例如，水果、航空旅行等。

■ *同质化产品*　如果产品(或服务)被视为同质商品类(与其他公司提供的相同)，买方将纯粹被价格和辅助服务所吸引，利润率将降低，收益率受限。砖块、化肥和各种塑料已经被同质商品化。

■ *大幅增加额外产能*　在某些行业中，小幅增加产能是不可能的，例如散装化学品和钢铁。当新增一家大型工厂时，长期境况不佳的产业可能会瓦解，有些企业被诱惑以降价的方式填补产能。当新工厂投产时，许多行业受到周期性供需的影响(如纸张、石油和塑料行业)——通常出现在经济周期的高峰期。

■ *当竞争对手在策略、背景出身、品质和关系上有差异时*　行业内的企

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业会根据它们的背景、母公司目标和企业特点制订不同的目标和策略。对于一个显现出非理性行为并可能对其他企业造成损害的企业而言，什么是理性的行为？在它们的竞争行为中，它们"在这个过程中不断发生正面冲突"[1]。家族企业、上市公司或外国竞争对手对此可能有完全不同的态度，私下勾结变得极为困难，因为它们很难读懂对方的意思。使每家公司均获得高收益的游戏规则难以建立，一些公司利用该行业作为其他地方企业集团产能过剩的出口，然后，倾销其产品。当其他企业看到作为更广泛战略的一部分而参与其中时，它们愿意接受低于正常水平的收益率；别人把它作为摇钱树，并试图获得最大的净现金流等等。

■ *高成本的退出壁垒*　在一个低收益行业中，来自管理层的合乎常理的反应是退出市场，将所释放的资源运用到另一个收益率更高的竞争领域。减少的供给将使剩余的公司受益，该行业的收益率将上升。实际上，尽管回报低于正常水平，还常常面临一些妨碍公司退出的因素。主要有：

— **专用资产**：如果在一个企业中的资产是专用的，则这种资产在其他企业没有价值或价值很少，那么，没有任何动力诱使它退出目前行业。机器设备等方面的投资被视为隐没成本（sunk），因而，无法为运营成本的节约作出贡献。在这种情况下，即使净现金流非常低，企业也可能会继续生产多年。当然，如果资产需要重置，则可能会选择退出。欧洲和北美地区的纺织工业深受企业不愿意退出之苦，这些企业越来越多地使用旧机器——50 年的纺机仍在继续使用。

— **退出的固定成本**：当企业退出时，可能有大量的成本强加给它。例如，根据劳资协议（特别是在许多欧洲国家），它们可能不得不支付大量劳动补偿金；撤资过程本身的时间成本、律师和会计师成本等代价高昂；客户可能享有多年售后服务或备件提供服务；员工可能需要再培训和重新分配；还必须给供应商补偿合同违约金。

— **战略损失**：公司业务作为总体战略规划的一部分，退出该业务领域可能严重影响公司的其他业务领域。虽然本身并不盈利，但或许该项业务增强了公司的整体形象或是与客户、供应商或政府的关系，所以它也是值得保留的。它可以共享设施，没有此业务将导致整个公司的业务不经济。该业务可能是集团公司垂直一体化整合供应链的一个重要环节，公司的关键原材料供应商有可能因为退出该项业务而不愿意继续合作。例如，石油勘探公司有勘探、开采、炼油部门和零售点，这些业务中的任何一部分都可能业绩不佳（通常是零售端），但从更广泛的战略考虑则必须保留它们。

— **情感障碍**：从一个单独的业务看，即使面对经济困境，经理人往往也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不愿意退出，因为他们可能有情感依赖，他们为其产品质量和运作效率而自豪。这是一个他们熟知和热爱的领域——它往往拥有深厚的历史和传统，经理人认为他们根本不适合任何其他业务。这些情感纠结在家族企业特别强烈。

"放弃"对自傲的经理人打击很大，以至于难以承受。通常，他们的身份与他们所做的工作联系在一起，最严重的行业之一是农业。尽管转换至更富有成效的工作非常艰难且符合经济逻辑，但许多农民仍然咬紧牙关坚持着——或者至少他们应该这样做，直到他们被迫退出为止。

在大型企业中，关闭分支机构令高级管理层非常痛苦，尽管前景不佳，但它们代表了公司的历史。如果公司 CEO 在这些机构中花费了他或她职业生涯中的大部分精力，并了解关闭决策对企业家族的严重影响，那么，这种决策往往变得更加困难。对于这样的机构，出于情感的原因，在企业报表数字中，其损失往往被隐藏多年。

— **政府和社会方面的障碍**：政府往往干涉阻止企业破产，因为政府非常关注就业岗位和社区稳定。结果是所需的产能减少在业界难以实现，公司可怕地坚持下去和继续作战，最终结果是整个行业持续保持低收益。

来自替代品的威胁

来自替代品的威胁降低了盈利潜力

替代品是实现同样功能(至少是近似)的产品或服务，来自替代品的威胁降低了盈利潜力。饮料包装行业的投资回报有一个上限，因为买方可以在钢、铝、玻璃和塑料之间选择；图书零售商的利润受到威胁，因为互联网已经提供了获得书籍的替代方法，如 Amazon. com；邮政服务公司将电子邮件视为一个棘手的替代品；治疗胃溃疡的药物一直受到替代品困扰：泰胃美(Tagamet)相比雷尼替丁(Zantac)失去了销路，反过来，雷尼替丁又输给了洛赛克(Losec)以及埃索美拉唑(Nexium)。

更严重的替代品威胁情形：

- 买方的转换成本很低；
- 性价比更高，即相对现有产品或服务，替代品并不具有最好的服务功能，但它更便宜，或替代品略为昂贵些，但功能明显更强。

买方(顾客)实力

买方实力使客户可以通过迫使价格下降或要求更高质量或更多服务的方

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

式挤压行业利润。沃尔玛已经拥有了强大的买方实力，它可以给食品、服装、园艺设备和玩具生产行业的公司施加巨大压力。具备下列一个或多个条件的买方处于强有力的谈判地位：

■ *买方集中* 如果大多数市场份额由几家大公司负责采购，那么，它们*针对*供应商的实力很可能得到增强。如主要汽车装配商相对零部件供应商有很大的实力。当只有几个可供选择的买方时，供应商往往处于弱势地位。如果供应商拒绝合作，它们将受到亏损的威胁，它们通常不顾一切地避免失去占很大比例的销售业务。极端案例是索尼公司——只有一个买方，却有许多卖方。这种情况也可以出现在国防领域，因为政府是唯一的买方。

■ *标准化或无差别产品* 如果其他公司提供的产品大致相同，那么，当某一家供应商拒绝降低价格或增加服务功能时，它们将坚信仍然能够从其他企业购买到该产品。这是某些原材料供应商通常遇到的问题。

■ *产品成本占买方成本的很大比例* 在这种情况下，买方有可能花费更多的精力去压低占很大比例的成本项目价格，而对整体成本影响不大的产品价格则不是关注重点。买方通常对附属产品的价格敏感性较低。

■ *买方的转换成本很低* 如果买方改变供应商的代价高昂，那么，供应商的议价能力就强。

■ *买方产品的利润率低* 汽车制造商经常宣布，它们已经制定了一项盈利能力恢复计划。一般来说，作为一揽子措施，它们可能宣布，它们与供应商达成了削减 10 亿美元、20 亿美元甚至 50 亿美元的零部件账单的“协议”。人们只能猜测其谈判立场，但它可能的借口是“如果你不降低价格，我们就关闭工厂，甚至破产倒闭，你就会失去一个重要客户，那对你将会怎么样呢?”。如果买方是高利润率企业，它们不太可能把重点放在削减成本上，更可能对保持与供应商长期健康的关系感兴趣。

■ *买方拥有后向整合的能力* 如果买方确信它们可能威胁到对方的产品制造，它们对供应商可以有更大的影响力。涂料制造商往往会说有能力自行制造树脂，而且它们应该选择这样做。如果“自制或购买”的决定非常自然，那么，供应商几乎没有讨价还价的余地。汽车零部件供应商往往受到来自整车厂取消订货的威胁，如果不对价格进行限制，它们将自行组织生产。

■ *产品的重要性和风险低* 如果产品的质量好坏对买方经营至关重要，那么，它们可能很少关注价格调整问题。例如，用于防止石油钻机井喷的设备非常重要，而其成本占业务总成本的比例却很小，一般而言，为了确保绝对安全，买方愿意多支付一些成本。类似逻辑也适用于医疗设备、法律咨询和企业融资指导等行业。如果质量好坏的影响不大，买方对价格将更敏感，并将货比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三家后再选择供应商。

■ *买方拥有充分信息* 如果买方对供应商的利润、成本和订单情况非常了解，那么，它们的影响力就强。供应商将无法左右买方的思维。在降价谈判时，如果实际商议的价格超出供应商讨价还价的最低价格，它们将遭受真正的痛苦。如果买方了解供应商成本的真实情况，"你将我的价格砍到了极点"和"按这种情况交易，我会赔钱的"等传统借口将没有效果。

供应商实力

在许多方面，供应商实力与买方实力正好相反。强大的供应商能够给出远远高于其生产成本的定价，它们能够占有所在行业的大部分新增价值。供应商可以通过提高价格或降低质量或服务来行使它们拥有的权力。英特尔是一个强大的个人电脑供应商；相对电视网络运营商而言，体育实况转播权的持有者和热门电视节目制作者是强大的供应商，这些强势供应商使电视网络运营商难以获利。以下因素将增强供应商从其服务的行业中抽取价值的能力：

■ *供应主要集中在少数人手中(远远超过所销售的行业)* 例如，可口可乐销售给高度分散的行业(零售商)，这些买方中绝大多数没有多少影响力，而少数大型超市集团试图施加影响，但它们面对的是一个强大的品牌和习惯于运用限制条款的公司。你可以亲自体验一下可口可乐的实力，如果你到巴黎可以以 1 欧元(约 1.40 美元)从街头摊贩或小商店买到一听标准可口可乐饮料，同样的故事也发生在世界各国首都——但众多国家的当地政府试图对可口可乐营销分配链的实力发起挑战。(可口可乐碳酸饮料占世界各地市场份额已超过 50%：在希腊达到惊人的 72.7%，法国 55%，德国 56.6%，西班牙 56%和意大利 44.9%。)[2]

■ *没有替代品* 从技术角度看，如果供应商提供独特的产品，那么，客户将无法获得具有相同功能的替代品。另一方面，如果供应商面对的是大量客户可选的替代品，它可能会丧失这种影响力。例如，微软高度关注 Linux 和 Java 的发展潜力。

■ *大规模日常用品生产企业之一* 如果该企业仅占一小部分市场份额，那么，供应商的命运与该企业的利益关联不大，供应商实力得以增强。

■ *所提供的产品是某企业成功经营的一个极其重要的投入* 对于买方的经营过程或产品质量而言，如果产品是至关重要的，买方对价格的敏感性将降低(如航空公司的"供应商"飞行员工会——飞行员对航空公司来说是至关重要的，因此，公司对其薪酬支付一向很慷慨)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

■ *供应商拥有前向整合的能力*　如果供应商可以令人信服地威胁将拓展其经营范围，将目前由它们客户完成的任务纳入到企业之中，而且这样做它们可以更充分地享有行业利润。如果利润边际很大，供应商可能会进入该领域。这样做的威胁想法将助长业内企业与供应商分享行业利润。

■ *非标准化(差异化)产品供应*　如果一家超市希望销售特定品牌的烤土豆，那么，相比它仅仅销售没有品牌的烤土豆而言，供应商拥有更大的影响力。请注意，针对消费者的大量广告将确保它们给超市施加保证差异化产品供应的压力，而不是一般产品的供应。

连锁超市或多或少要感谢凯洛格(Kellogg)早餐麦片粥、坎贝尔汤羹(Campbell's Soups)和百事可乐(Pepsi)咸味小吃。品牌导致供应商和零售业之间影响力的转变。

■ *行业企业的转换成本高*　该行业的企业选择新的特定来源获得产品供应时，将面临来自供应商影响力的巨大转换成本，正如托马斯·彭菲尔德·杰克逊(Thomas Penfield Jackson)法官在他对微软调查结果中所宣布的(1999)：

> 用户从微软产品更换为非英特尔兼容PC操作系统的费用不仅包括新操作系统的购置价格，也包括新电脑和新外围设备的购置价格，还包括学习使用新系统的精力付出、基于新系统的兼容应用程序与旧应用程序之间的工作档案和文件转换……而与英特尔兼容的PC操作系统用户将无法批量转换到苹果公司开发操作系统(Mac OS)，市场对此作出的实质性反应是与英特尔兼容的PC操作系统价格的长期持续上升。[3]

■ *行业内的公司必须公开信息*　信息就是权力——你的供应商了解你的成本和需求越少越好。

产业演化

以上五种行业竞争力模型基本上属于静态模型，而价值增长投资者需要获得关于产业结构将在未来几年如何发展才有利的判断。产业变化受到公司、供应商和买方所采取的致力于提升各自影响力的战略计划的影响，也随改变基本经济生活现实的新技术和政府新政策的变化而变化。

完成产业静态评估——及时的快照后——价值增长投资者还必须考虑有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可能导致产业演化的因素。一家目前拥有强大定价能力的公司可能会发现它正在迅速衰退。例如，随着竞争对手更有效地生产个人电脑，20 世纪 80 年代末和 90 年代初 IBM 迅速衰退；当竞争对手迅速追赶时，曾经作为 SUV 汽车领先者的克莱斯勒，在 1990 年代末和 2000 年代初的业绩迅速下滑；固定电话电信公司正在被移动电话公司所超越等等。

如果你已经找到了一个当前具备杰出特性的行业，那么，当你完成了产业演化分析以后，你将希望了解该行业继续提供高收益的潜力究竟有多大。具有行业稳定性以及抗冲击和变化的能力是你期待的特性。另一方面，如果该行业目前具有"不佳的"或"尚可的"产业结构，你将会对其未来转变为持久高回报结构的潜力评估感兴趣。

专心于相对容易跟踪和关注的行业

远期产业结构分析方法适用于产业的长期收益率预测。它的任务是考察每种竞争力变化的强度，并解释这一产业可能的盈利潜力。当然，在不太复杂的行业环境下做到这一点还是比较容易的。价值增长投资者不应尝试分析具有众多高度不确定变数的产业，而应专注于相对容易跟踪和关注的行业。

产业环境的变化具有重要意义，如果它们对五种竞争力有影响的话。因此，被问及的问题将是：在技术或政府规章方面的变化会导致进入或退出壁垒的提升或下降吗？社会变化将使买方获得更多的权力吗？作为产业演化根基的五种驱动力可划分为以下 5 类：

- 技术变革；
- 产业内供应商、购买者和潜在进入者掌握的知识；
- 经济变革；
- 政府立法和政策；
- 社会变革。

技术变革

社会领域最明显和最普遍的变革形式是技术变革。新产品、新工艺和新材料直接影响到人们的生活并改变行业内的竞争力。回顾过去 100 年，电力、通讯、运输、医药、计算机和卫星等领域的发明和创新对人们的日常生活和产业结构产生了深刻的影响，而这只是列举的少数几个例子。事实上，今天运营的大多数行业在 100 年前根本不存在（如电话呼叫中心、网站设计、基因组学、电视节目制作等等）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虽然日新月异但多数仍然一样

假定今天活跃在科技战线的科学家比以往任何时候都更多，那么，我们可以合理地得出这样的结论：技术变革可能加速，而不是变缓。这给价值增长投资者评估行业公司收益率的持久性提出了一个具有挑战性的问题：如果你真正了解一个行业正在经历异常迅速的技术变革，诸如 IT 或生物技术产业，那么，你务必集中精力评估其未来可能的盈利能力。然而，我们中的大多数人都不能做到这一点。对我们来说，最好是把重点放在更容易预测的行业，这些行业仍然会维持持续的技术（社会、经济等）变革，因此，需要进行不断的演化评估。但是，在某些领域，变革的步伐很可能要慢得多。例如，采矿和采石行业的产业结构是不可能有大变化并产生发明和创新成果的，但可能会出现改良和专业性的新机械，在其他行业经常出现的巨变不太可能发生在这一领域。

沉稳的老竞争者

老竞争者的生产和销售很可能会继续从前的模式，如《华盛顿邮报》、可口可乐或时思糖果。诚然，所有这些公司必须考虑诸如因特网等的新发展，但它们只会在不动摇其经营方法或行业内竞争力结构的情况下寻求适应新形势。《华盛顿邮报》可能会开发它的网站，但纸质版本将仍然畅销。可口可乐可以使用互联网来协调供应商，并压低采购价格，但仍然会通过自动售货机、商店和快餐店卖出饮料，因为它拥有巨大的影响力。时思糖果可能会利用网络寻求在世界各地销售，但将继续为旧金山的老客户提供服务，它与供应商和客户的关系不可能有很大改变。至少，这是我们可以看到的！当然，我们会对该行业或相邻行业的事态发展感到惊讶，它将导致巨大的技术变革，从而改变五种竞争力。尽管这是个问题，但演化分析仍然是可取的。

科技和产业结构

科技以下列方式影响产业结构：

■ *它会影响行业产品（或服务）替代品的地位*　替代品的成本和质量因发明和创新而改变。如果成本下降或质量提高到足以抵消买方的转换成本，这可能会影响产品的需求。这种变化的例子是从旅行社转移到通过互联网购买空中旅行机票，以及从传统股票经纪人向互联网股票经纪人购买股票的方式转变。

■ *它会影响配套商品的地位*　某一行业的销售可能受到配套商品成本、质量和实用性的影响。如果配套商品受到技术变革的影响，那么，所考察行业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的五种竞争力可能会发生变化。例如，宽带互联网服务的发展受光学开关设备的成本、质量和可用性的影响，这种设备能够更快和更准确地进行数据传输。

■ *它会影响进入壁垒* 因特网技术的运用，使很多行业的进入壁垒被打破。现在，小玩家可以使自己成为音乐或期刊发行人；英格兰奶酪的专业生产商可以绕过强大的零售连锁店在全球市场推销其产品。快速频繁地推出新产品可能会形成进入壁垒，因为潜在的竞争对手无法跟上优势企业（例如微型处理器设计）。产品开发可能会导致更高水平的规模经济，这将成为潜在竞争者的进入壁垒。例如，开发药品的成本已经非常高昂，以至于只有少数资金最充裕的企业才能承担多元化的药品开发项目。

■ *可能会使价值链失去联系* 原材料开发与提供价值给消费者的最终产品之间的价值链可能因新技术的运用而缩短。例如，保险股票经纪人、客户与保险公司的代理中介正在被客户直接从保险公司购买保险的做法（非中介化）所冲击。新技术的运用加速了这一进程（早期是电话，现在是互联网），这使得保险公司可以直接接触消费者。另一个例子出现在个人电脑市场，一些计算机制造商绕过零售商直接面向用户销售。

■ *对稀缺或昂贵配套商品的依赖可能会减少* 例如，在许多非洲国家中，移动电话运营商为避免使用笨重和腐败的国营固定线路系统，纷纷建立了它们自己的系统。

■ *营销创新* 在过去50年间，营销方法发生了重大变化。在网页上使用闪动横幅标题是最新的一系列创新之一。规模实力弱小的企业可以利用费用低廉的电视、广播或印刷媒体广告在全世界范围内宣传自己，正像从前的全球行业巨头入侵地理上的疆界一样，这可以看作是对当地生产商的威胁。营销创新还可以促进产品差异化，从而打破生产商与买方的力量平衡。

■ *工艺创新* 产业的生产方法也会改变，这些创新会影响经济规模、成本结构（固定与变动成本）和纵向一体化程度，这将影响到五种竞争力之间的力量对比关系。例如，计算机网络和计算机编程在建筑设计上的运用增强了个性化设计服务。在超级市场与汽车制造商之间使用电子数据交换增加了固定成本，但同时加强了供应商与公司之间的联系。要成为一个供应商，你必须“处于这个系统中”，这将有助于降低成本和服务响应时间，但也可能意味着放弃对超级市场和汽车制造商的某些影响力。佳能打败了施乐，尽管佳能无法使用施乐的技术专利方法。银行正在为越来越多的客户开通互联网银行账户。现在，它们受到了来自非银行企业网上金融业务的冲击，进入壁垒已经降低——已不再需要设立分布广泛的银行网点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

■ *买方市场服务被改变* 技术进步可能导致一个行业改变传统的买方服务。例如，移动电话最初是非常昂贵的，仅仅适用于一个封闭的地理区域，如伦敦金融区，其目标客户是忙碌的高收入人群。现在，最大的目标市场是热衷于收发短信以及聊天的年轻人。能为个人进行地理定位的全球定位系统(GPS)技术最早运用在军队，而如今，在生产线上的汽车也装配了这一技术。

从一组买方转换到另一组买方可能对产业结构产生重要影响。一开始计算器仅仅是为科学家和工程师提供的特定差异化产品，而现在该行业竞争十分激烈，各种计算器产品均已成为大众化市场的商品，买方的转换成本很低。

■ *产业边界被改变* 引入新技术可以扩大或收缩产业边界。例如，电视机正在用于通信和互联网(尤其是通过有线电视系统)。电信、计算机技术和电视的集成使用将对产业结构产生深远影响，如：新竞争对手的出现；买方实力(以及它们的要求)的变化；信息提供商的实力可能得到加强。

学习

买方学习

随着时间的推移，行业参与者以及那些对该行业感兴趣的组织(如供应商)通过积累知识可以打破行业内的竞争平衡关系。通过定期购买产品，买方可以积累竞争产品的特性、质量和成本方面的知识，买方变得更加内行。随着销售量的增加，产品之间的差异越来越小，就像是相同商品一样。买方要求越来越苛刻，它们要求产品有更高的规格、更好的服务和更低的价格。当个人电脑首次上市时，它们往往是新颖和有区别的，而随着越来越多的制造商拓展该产业以及买方知识积累的增加，个人电脑成为越来越普通的商品。另外，买方要求电脑拥有更强的计算能力、更好的售后服务和“免费”的软件。

现有企业和新进入者

行业内的现有企业及潜在新进入者需要伴随一个产业的发展而不断学习。新产业往往面临众多不确定性。一开始，要想评估潜在市场规模、买方对产品功能的需求、买方特征等等往往非常困难，其结果是倾向于尝试各种各样的商业模式和大量试验。随着时间的推移，产业特征逐渐清晰，工艺方法得以定型，公司掌握了最恰当策略的运用。

新产业往往面临众多不确定性

而一旦该行业步入了一个可预测的正轨模式，新的竞争者可以避免先前企业在探索策略过程中发生错误的风险。当然，价值增长投资者不会涉及一个不确定性高而且非常年轻的产业。即使是那些被高技术产业诱惑的投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者，也仅限于那些产业结构分析框架已经明确的领域。

知识扩散

某些行业的发展已经成熟，形成了关于业务流程或产品生产的固定专业知识。拥有这方面知识的公司将会小心防范，以使它们的产品有别于现有竞争者和阻止潜在进入者。然而，随着技术日渐成熟和规范，知识扩散必将发生，因为其他公司可以将产品分解，以便弄清它的技术特性。当然，也可能由企业主要工作人员来完成知识扩散，也可能由客户故意泄露，其目的在于构建它们新的供应渠道。

持续创新

基于专门知识所有权的优势可能会被侵蚀，而基于不断发展新的专门知识能力的优势是可持续的。必须采取一个有效的动态管理策略。如果一个技术主导型公司只是受到了专利保护，而并没有形成持续开发新专利的机制，那么，这种公司不会有持久的竞争优势，因而不符合价值增长投资者的选择标准。

学会博弈

在少有竞争对手的某些行业，随着时间的推移，公司可能从彼此博弈的尝试和错误中了解如何通过遵守规则来提高平均收益率。这种博弈原理可以利用囚徒困境来说明，在这种情况下，被警察关押在两个单独牢房的囚犯最好的策略是他们共同承诺不承认罪行。然而，他们每一人都担心另一个人会认罪，以便减少他或她的刑期，而另一个没有坦白的人，将面临加重处罚的可能，因此，他们每一个人都应该坦白认罪。当两个人无法串供(合作)时，双方都倾向于坦白认罪，并都为此付出了高昂的代价。而当每个人都采取个人理性的策略和行动时，最终的结果是都差，与之相比，他们共同坚持不认罪的承诺是最好的方式。

这一想法可以应用到一个行业仅有少数企业(最好是两家或三家)的商业竞争环境中。假设其中没有一家拥有主导价格的能力，那么，这些企业之间的相互关系需要谨慎处理。在某些行业中，企业尚未充分认识到了解它们采取一致行动的需要，这将导致来自于其他成员的反作用，最终结果是不断加强的竞争和越来越差的收益率。在少数行业中，企业从经验教训中学会了如何避免破坏总体价值的激烈竞争又能获得高收益率的策略。

设想零售商 X 和 Y 是某行业仅有的两家企业。如果 X 和 Y 都采取高价策略，它们都将获得 1 000 万美元，见图 9.2。然而，如果公司 X 采取咄咄逼人的策略，它设想可以通过低价策略增加市场份额和公司利润，它可以进入 B 框，将利润提高到 1 500 万美元。因此，我们看到行业博弈中的紧张局势(少

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数竞争对手且没有占主导者）：合作固守高价格对双方都有相当大的好处，必须坚决反对个别公司在竞争中以降价和霸占市场的方式打击竞争对手。*

		公司X 高价	公司X 低价
公司Y	高价	A 1 000万美元(X) 1 000万美元(Y)	B 1 500万美元(X) 100万美元(Y)
公司Y	低价	C 100万美元(X) 1 500万美元(Y)	D 500万美元(X) 500万美元(Y)

图 9.2 博弈论——学习合作

然而，这仅仅是在 Y 仍然保持高价格时的博弈结果，这显然不是一个合理的假设。当 X 公司定价低时，如果 Y 公司继续实行高价格，它将只能获得 100 万美元。这对 Y 公司而言显然是一个非常糟糕的结果，因此，它也将降价，从而均分市场并只能为每家公司产生 500 万美元收益。显然，在彼此不信任的情况下，这两家公司都将选择低价策略，即进入 D 框，因为相对低价竞争者而言，任何一家公司试图提高价格都将失去市场份额。请注意，这是四个框中双方综合收益最低的一个。

经过几年的经验教训（几轮的博弈）以后，两家公司可能开始认识到它们必须先于对手采取行动。这种意识只会出现在某些行业而在另一些行业则不会出现。有时，管理层采取过度竞争策略未必是致力于股东财富的最大化，而只是出于自身利益。有时，如果竞争者太多，总会有一两个竞争者会削价甩卖。有时，与大家都能看到的零售商价格相比，有些产品的定价并不公开和透明，如对于工作服这样的产品，为客户量身定制必须是合体的（在两种意义上）、独特的和秘密的。

避免离开 A 框（不打乱竞争局面）的办法之一是其中一家公司宣布它会及时跟进竞争对手的任何跌价行为，暗示它会打击亲消费者的试探信息，但其实际效果只是在使整个行业降低价格之前，令竞争对手三思。真正的信息是“让我们一起留在 A 框中，而不是一起进入到 D 框中”。如果另一方愿意的话

* 布鲁斯·格林沃德和朱迪·卡恩，《揭开竞争的面纱(*Competition Demystified*)》(2005 年)很好地讨论了获取竞争优势的一般博弈规则。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（当然，所有这一切都没有明确的勾结行为），自动降价的信号需要与愿意提高价格的信号相结合，例如，关于行业繁荣的演讲、与竞争对手共同生存而建立行业标准、为测试隐性合作而提高价格或允许一方成为公认的价格领袖等等。

另一种策略是使本企业尽可能远离对方市场，例如，在不同的地区销售。

减少竞争者低价倾销的另一种方式是不给客户货比三家和讨价还价的时间。例如，美国广播电视网络往往会在 2～3 周的时间内打包销售下一赛季的全部收看时间（套票）。[4]

可口可乐和百事可乐已经学会了更好的博弈。20 世纪 80 年代中期，整个行业步入了激烈竞争、价格战和低利润时代，高管奖励与销售增长挂钩，最终落入了 D 框。当时，它们开始了隐性合作，它们以各种方式告知对方。例如，被高负债困扰的可口可乐灌装公司被迫关注现金流，而不是市场份额；百事可乐放缓了挑衅性的广告，许多董事非常满意它们的资本收益率（如沃伦·巴菲特、罗伯托·戈伊苏埃塔和韦恩·卡洛维），结果是行业利润率增加了近 1 倍。

学会合作

如果公司上下游有着良好的供应链合作，并分享这方面的合作回报，而不是试图从供应商或客户那里获取最好的价格，那么，这些行业将获得更好的服务。随着公司不断从错误中学习，这种合作将持续发展。日本的任天堂（Nintendo）是电脑游戏主机制造商，最初它生产的游戏只能在自己的机器上玩，后来，由于内部创造力和能力的限制，它从得到许可的供应商处采购游戏软件。当游戏的品质和范围成为产业推动力时，业界的密切合作和成果分享对于双方都很重要。当初，任天堂利用其垄断地位牢牢控制所创造的大部分价值，游戏开发者埋怨任天堂攫取了不当的利润，当其他主机制造商兴起时，它们抓住了打破任天堂垄断局面的机会。权力倾向了游戏开发者一边，利润得以更公平的分配。

经济

规模

一个产量低增长缓慢的行业可能永远不会改变其生产方式，实现更高的规模经济。然而，一个快速增长的行业可能会明显改变其运作模式和产业结构。大规模经营的公司往往会出现资本替代劳动力，具有很大的资本投资需求和大型固定成本。从成批生产到大规模生产或流水线生产的转变创造了填补产能的需求，这将影响买方和供应商的实力关系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

增长放缓

行业增长放缓对产业结构可能产生巨大影响。这对耐用品生产商而言，是一个突出的问题。当一种耐用品首次出现时，初期市场的接受过程很缓慢，接下来往往有一个快速增长阶段，从市场启动到随后的普及并达到饱和点。增长速度放缓对于已经习惯于比去年同期扩大增长的公司而言是很糟糕的，但至少是它们每年有更大的销量，因此，它们继续扩大产能。最后，危机发生了。一旦市场达到饱和，销售将大幅下降，因为消费者从第一次购买到重复更新购买需要较长时间，正如 2000 年年底的手机市场一样。由于耐用消费品的更换可以推迟多年(甚至数十年)，由此加剧了经济衰退。增长阶段的力量平衡完全不同于销售下降阶段。在增长期间，产业能吸收新进入者并确保每家公司仍然保持盈利。公司不太关心降低供应商元器件的价格，而更关心供应商的可靠性和供应速度。在行业低迷时期，新加入者成为行业利润率的一个十分危险的因素。供应商被要求承担更多的危机责任，买方赢得巨大的影响力，使它们可以货比三家和讨价还价。

投入成本

作为经济发展的结果，投入成本价格的改变可能会影响产业结构。例如，在过去 50 年内，世界各地的货物船运费用已经大幅下降，对于某些出口商品生产商而言，这就扩大了潜在市场范围，意味着在某些国家涌入了大量的新进入者。电信费用的降低也对工业产生了重大影响。例如，印度有着巨大的软件产业——软件代码可以在印度编写，编写好的软件可以迅速传播到世界各地，而其费用却只有在美国硅谷编写的零头。影响产业结构和五种竞争力相对强度的其他经济事件包括世界贸易自由化、劳动力成本上升和汇率的变化。

政府

集中度和控制

政府立法和政策的变化可以导致产业结构的重大变化。例如，政府对竞争的态度可以随时间而改变。在某一时期认为是可以接受的集中度和影响力水平，在另一时间可能被认为是不可接受的，企业必须使它们自己适应更大的竞争。有些行业的价格受政府或政府指定的机构控制。正如加利福尼亚的电力供应商和消费者所发现的那样，这种规制可以随意改变，并导致产业走上灾难性亏损的下坡道路。政府还给一些企业发放进入某些行业的许可证。硬币另一面是它们限制了其他公司的进入。

安全和国际协定

产品质量和安全性也受到政府组织的影响，如食品行业。1997 年的京都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会议(Kyoto)导致了许多国家政府通过立法强制减少温室气体的排放，产业结构可能因此受到不合理负担、取消关税或进口配额的极大影响。北美自由贸易协定(NAFTA)和欧盟一体化市场对许多行业也具有非常重要的影响。当俄罗斯加入世界贸易组织(WTO)时，俄罗斯的企业家们将不得不作出重大调整。

政府干预

政府可以通过行政命令的极端形式改变产业经济状况。东欧国家和其他国家致力于自由放任的市场经济改革深刻改变了竞争的环境，从而改变了五种竞争力之间的实力关系。甚至是西方国家政府也定期干预扭曲的市场，例如，发放农业补贴或补助能源供应商。税收是非常常见的调整公司间竞争的手段。例如，在欧洲，通过实行高税收迫使燃料价格提高(例如在英国，对于司机而言，汽油费用的五分之四是税收)，这对公路运输业务有很大的影响。

产业结构受到一系列政策法规的影响，从劳工法和私有化到专利法和信息披露制度。在评价政府政策变化对五种竞争力之间实力关系的影响，进而对行业盈利能力产生重大影响的可能性方面，价值增长投资者面临着艰巨的任务。

社会

人口统计数据

对于一个产业而言，人口变化可以影响到买方需求的规模。例如，随着西方国家 50 岁以上人口比例的增加，某些产品的需求将增加(如高尔夫球)，而某些产品的需求将下降(如迪斯科舞厅)。人口的种族混合也可以改变产品的需求。西班牙语系人口已成为美国最大的少数族裔，这可能会在损害其他人利益的情况下增加某些产品的需求(如某些食物)。

价值观和文化

价值观念和文化可以改变产业结构。素食主义越来越流行，这必将影响肉类工业。两性之间更加平等，这将影响到就业机构及托儿服务提供商等产业。影响休闲活动需求的工作与生活时间安排的变化也正在我们身边发生。

教育和卫生

教育和卫生水平可以在一个相对较短的时间内改变产业结构，尤其是在国家经济高速增长时期。受过良好教育的人口对报纸、书籍和培训课程有更多的需求。当人们的收入增加时，健康卫生方面的需求将增加，但在其他方面的需求将下降。如人们对体重的关注已经成为一个固恋——从事减肥食品生产和运动健身服务的企业正在成为受益者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收入分配

收入分配可以随时间而改变。例如，面向穷人的收入再分配可以减少奢侈品的需求，但将增加基本消费品的需求。甚至像在世界范围内推广英语这样简单的社会问题也能够影响产业结构。电影和电视节目制作人认为他们的客户和竞争对手遍及全世界。

产业分析的关键要素

■ 在竞争的过程中，产业具有基准收益率下滑的趋势，但某些产业结构可以通过设置进入壁垒，防止超常收益率的消失。

■ 五种竞争作用力：

— *市场准入的威胁*

运用下列一个或多个措施可以减少市场准入风险：

— 可信的报复威胁；
— 大规模经济和高资本额；
— 增加新进入者模仿风险的特殊能力；
— 控制分销渠道；
— 使买方具有高转换成本；
— 产品差异化策略；
— 利用经验曲线效果；
— 严格的政府立法和保护政策；
— 原材料或出口控制。

— *现有公司的竞争强度*

运用下列一个或多个措施可以减少现有公司竞争强度：

— 产业高度集中；
— 有占优势的企业；
— 行业增长速度快；
— 固定成本比例低；
— 差异化产品；
— 产能可以少量增加；
— 竞争对手的行为有相似的策略和理论依据；
— 退出壁垒低。

— *来自替代品的威胁*

如果买方转换成本高或替代品的性价比不高，那么，可以降低这种

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

威胁。

—*买方实力*

运用下列一个或多个措施可以削弱买方实力：

— 买方数量巨大；
— 差异化产品；
— 产品占买方成本比例很小；
— 买方的转换成本很高；
— 买方产品的利润率很高；
— 买方没有后向整合的能力；
— 产品对买方的重要性不高；
— 买方对行业利润率、成本和需求所知甚少。

—*供应商实力*

运用下列一个或多个措施可以削弱供应商实力：

— 供应来源广泛；
— 具有性价比高的替代品；
— 供应商仅仅为本行业服务；
— 所供应的产品对本行业不重要；
— 供应商没有前向整合能力；
— 所供应的产品同质化；
— 更换供应商的代价不高；
— 供应商对行业利润率、成本和需求了解不多。

■ 产业演化分析、五种竞争力和收益率受到下列因素变化的影响：

— 技术变革；
— 行业内公司、供应商、客户和潜在进入者的学习能力；
— 经济变革；
— 政府立法和政策的变化；
— 社会变革。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

10 竞争性资源分析

识别一个好的产业仅仅是第一步。价值增长投资者需要找出一个行业内能获得平均水平以上资本收益率的优质公司。要取得平均水平以上的业绩，公司必须具备某些特质，而这些特质来源于公司所拥有的资源。一般而言，公司拥有的大多数资源是普通资源，也就是说，这些资源只能赋予公司平等竞争地位。然而，公司可以开发利用一种或两种特殊资源——这些资源赋予公司竞争优势。特殊资源是一种在结合其他(普通)资源以后能赋予公司战胜竞争者，并创造新的价值增长机会的资源。关键的特殊资源决定了一家公司能够成功地做什么。

客户价值

获取超额回报的关键是公司能够为客户创造价值的能力。高额回报取决于公司能够以更低的价格为客户提供与竞争对手同样的利益，或者以更高的价格但能够为客户提供独特的收益。

普通资源与特殊资源

普通资源只提供一个竞争门槛，它们对确保公司生存是至关重要的。问题是单纯的平等竞争不会产生价值增长投资者期望的超额收益。例如，在食品零售领域，大多数公司在各项基本活动方面有一个竞争门槛，如采购、人力资源管理、会计管理和存储布局。然而，大型连锁商店的资源不同于小商店，由于其巨大的购买力，它们能够以低成本获得商品供应，在广告利用和商品价格谈判中，它们可以获得规模经济的好处。

尽管大型零售商拥有这些突出的优势，但小商店仍然得以生存，而且有一些小商店可以获得非常高的资本收益，这些杰出的小商店给客户提供的价值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大大高于客户的成本。与大型零售商相比，一些住宅区附近商店拥有一组特殊资源，包括：个性化服务提升了商品价值；便利客户的开放时间使其愿意付出高溢价；优越的地理位置使客户购物的麻烦更少（比郊区的超市）。大型连锁超市要效仿这些特质将代价高昂。如果它们试图模仿这些小商店，它们最终会失去其主要竞争优势，其中最重要的是低成本优势。

与小商店相比，大型连锁超市作为一个企业集团所拥有的特殊资源，在大型连锁超市之间的竞争中并不一定能起到特殊资源的作用。如果把关注点转移到连锁超市"产业"规模经济因素等层面，那么，它可能只是满足生存所需的基本竞争规模。

它们的竞争优势是通过开发其他特殊资源来实现的，例如，与供应商关系的好坏、与营销目标相结合的客户管理信息系统、最佳场所的所有权等。然而，这些特殊资源并不能永久赋予其杰出的竞争能力，因为其中的许多资源可以被人模仿。实质上，其长期竞争优势取决于管理团队不断创新的能力，管理层的凝聚力、态度、智慧、知识和动力也是特殊资源。

集合资源

许多成功公司已经不再把自己视为产品线和经营业务的集合体，而是将公司视为一个资源集合体。这有助于解释有些公司热衷于进入明显无关商业领域背后的逻辑，而其关联因素是企业拥有的特殊资源。例如，本田公司拥有摩托艇发动机、汽车、摩托车、割草机和发电机等许多不同类型的产品领域，这些产品都是通过因客户而异的不同销售渠道销售的。所有这些产品的共同根基是本田的特殊资源，它拥有最优发动机的生产能力。同样，复印机、摄像机和图像扫描仪是完全不同的生产领域，销售方式也不同，然而，它们都由佳能制造，因为它具备特别强的光学、成像和微处理器控制知识和能力。

TRRACK 体系

价值增长投资者不应该渴求一家公司拥有很多特殊资源。如果发现一家公司拥有一项领先于竞争对手并可产生超额回报的特殊资源那已经是不错了，如果拥有两项特殊资源那将是非常好的，遇到一家拥有三项或更多特殊资源的公司将非常难得。拥有特殊品牌、关系紧密的分销系统以及高度知识化管理层的可口可乐公司是一个例外（它们充分了解世界各国的工作系统，当它们准备控制分销系统和价格时，知道如何避免竞争管理当局的干涉）。

为了便于公司特殊资源的全面深入分析，我提出了一个 TRRACK 体系，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

并将特殊资源分为六类，如图 10.1 所示。

T(Tangible)	有形资产
R(Relationships)	关系
R(Reputation)	商誉
A(Attituele)	态度
C(Capabilities)	能力
K(Knowledge)	知识

图 10.1 TRRACK 体系

值得注意的是，绝大多数特殊资源都是无形资源。它们是构成组织（企业）的个体所具有的或与个体之间互动作用关联的特质。它们通常是组织长期发展过程中形成的资源，而不是通过购买得到的资源，这些特质难以作出客观科学的量化。尽管我们无法准确评估这些特质，但我们知道它们是最重要的价值创造驱动力，我们必须给予高度关注。同样，好的投资取决于好的判断能力，而不是将数字代入公式计算的能力。

有形资产

有时候，物质资源也可以提供一种可持续的竞争优势。这些有形资产可以被实际观察到，且在资产负债表中经常被正确估值（或被误估）。它们包括房地产、材料、生产设备和专利技术。它们可以在市场上买到，但如果它们可以被轻易地购买，那么，它们将不再是特殊资源，因为所有竞争对手都可以购买。从长远来看，真正有价值的特殊资源必须有一些阻止其他公司获取相同或类似资源的壁垒。

在许多占主导地位的西方国家，从前的国有电话公司拥有经网线链接的、数以百万计的宝贵营业网点实物资源。对于竞争对手而言，要想复制这样一个网络非常不经济（但这一优势正在受到作为替代通信系统开发的侵蚀，如有线电视、移动电话）。微软的操作系统版权和其他标准为其提供了在软件产业的竞争优势；麦当劳可以确保它在繁忙的交通要道设置最佳网点，而不是偏僻的地理位置上设置网点；许多小公司会发现它们自己拥有（或设法进行明智的搬迁）毗邻旅游热点地区的宝贵房地产；像默克公司（Merck）这样的制药公司拥有宝贵并受到很好保护的专利技术——至少受到了短期保护；和记黄埔有限公司（Hutchinson Whampoa）拥有香港地区的主要商品入境和出境港口等特殊资源。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关系

随着时间的推移，公司与个人和其他组织可以形成有价值的关系，潜在竞争对手要想效仿很困难，甚至是不可能的。

商业关系有多种，最不重要的是契约关系，最重要的是非正式的或隐性的关系，这些关系通常是基于一种信任而发展并维系了很多年。隐性契约条款由当事方本身强制执行，而不是通过法院来执行——因为丧失信任会带来极大的损害。关系通常"依靠信誉和回报"[1]来维系，这是忠诚合作有关各方的共同利益，因为各方都有在一个较长时期内反复分享集体创造价值的预期。

买方与卖方关系具有不同的品质特性。多数只是正常的交易关系，甚至是对立和严肃的讨价还价关系。这种关系对于小商品（如铅笔）的买卖是明智的，它不值得去建立一个更加复杂的互动关系。然而，许多企业看到了完善它们与供应商或客户的密切关系的价值。例如，为了改善商品递送机制，宜家家居（Ikea）和沃尔玛通过联合计划和调度、信息系统管理以及质量和可靠性进展方面的合作，深化了供应商的合作关系。

南非酿酒有限公司

南非酿酒有限公司（SAB）占南非啤酒市场份额的98%。由于它与供应商和客户的特殊关系，使国外和国内的竞争对手始终难以进入该市场，进而获得了高额利润。但是，在过去20年里，它每年都在降低价格——扣除物价因素的啤酒价格降低了近一半。南非的大多数道路路况很差，电力供应断断续续，为了销售其啤酒必须形成某些牢固关系。卡车司机中有许多是公司以前的员工，SAB帮助他们建立起自己的小货车运输企业。大多数啤酒都是在*小酒馆*卖出的，而且很多是没有营业执照的小酒馆，通常情况下，它们的规模都很小——顾客座位只有几张长凳而已。SAB无法直接面向非法小酒馆销售，它只能通过批发商系统维持与小酒馆的非正式关系。SAB要求分销商必须拥有存储啤酒的电冰箱，如果有必要，还必须自备发电机。一个新经营者必须建立与卡车司机、批发商和零售商的特殊关系，很可能还必须建立一个完全分开和平行的分销系统。尽管那样，所建立的这种长期关系也将缺乏合法性。

可口可乐

可口可乐公司与著名的快餐连锁店均有特殊关系，如麦当劳、汉堡王。可口可乐在美国的销售网点中，2/3以上的网点有柜式自助贩卖机，它要求分销商只能经营可口可乐的产品。百事可乐公司一直试图通过快餐店战胜柜式自助贩卖机。根据与可口可乐的协议，分销商不许经销百事可乐公司的产品。害怕失去可口可乐经销权的分销商坚定地拒绝经营其他软饮料。欧洲的连锁

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

超市已经开始抱怨可口可乐的强势。据称，它们之间的关系是可口可乐“强制”超市让出商店的最佳位置给它。它们声称它们被剥夺了获得合理利润的必要折扣，除非它们给予可口可乐公司额外的经营空间、储备所有产品和开展促销活动。[2]其他策略包括忠诚折扣和减少经销同类产品的销售目标。

微软

著名的微软公司与计算机制造商有着特殊的关系。许多诉讼案件的焦点集中在其怂恿 PC 厂商植入对微软特别有利的软件的能力上。

汽车制造商

为了降低车辆制造成本并取得竞争优势，大多数汽车制造商和供应商分享它们的技术和新发明成果。密切的关系给一流供应商数量的缩减带来了更大压力，因为与数百家公司建立特殊合作关系将是非常困难的。

专业事务所

会计事务所、管理咨询机构和投资银行尤其热衷于“客户关系管理”。一般而言，客户关系的品质为这类组织创造了实际价值。

员工关系

员工之间以及员工和公司的关系可以提供竞争优势。一些公司拥有通过员工合作及其活力创造财富的文化。信息共享、知识发展、创新活动流、对市场变化快速反应将是非常自然的结果，所有人的工作都将获得尊重。通用电气已经采取措施加强员工的进一步合作，这是一个在世界各地拥有几十个部门、产品线和市场的最有价值的公司。它不仅关注在一个部门或国家内的员工合作和知识共享，它还有一种引导其最佳做法在通用帝国快速传播的文化。如果公司在法国的一家工厂有一个新创意，那么，世界各地的其他部门可以与其共享。拉里・约翰逊(Larry Johnson)，一家白色家电生产部门的负责人指出：“除非可以促进公司规模和多样性的改变，并在整个集团内部学习传播最佳做法，否则，像通用这样作为一个联合企业集团的存在毫无意义”[3]。通用电气公司发明了一个新术语“无边界销售(boundary-less selling)”，即公司各部门(子公司)的管理层必须为具有完全不同产品和服务的兄弟市场提供帮助：

> 如果我们需要面向特定客户销售，我们选择了与这家公司有最佳合作关系的通用电气公司的部门，包括这家公司在团队中的代理人。我们将去这家公司并对其高管说：“有什么事情让你彻夜难眠，我们能够怎样帮助你？”[4]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

例如，一个从事航空发动机销售的高管人员可能花费几天甚至一个月去帮助团队争取来自航空公司办公室照明系统的订单。

政府关系

与政府关系的品质对一家公司极其重要。许多国防项目承包商投入大量资源以确保与各类政府机关的特殊关系。最大的公司往往吸引最优秀的、曾经占据重要职位的前政府官员或负责联系政府部门的人，它们的社会关系、采购决策的内幕运作知识与它们应对政治难题的能力都是非常宝贵的。类似的逻辑也适用于制药公司、航空公司和管理公司。

商誉

> 商誉通常是长期形成的

商誉通常是长期形成的，一旦树立了良好的商誉，就意味着可以获得源源不断的高收益(假定所有必要的普通资源都可以支持它)。“商誉是将信息传递给消费者最重要的商业机制。”[5]。

质量评判

在商品和服务市场中，消费者在购买之前会不断碰到质量判断的难题，这是一个古老的问题。在中世纪时期，手工工匠以行会的形式联合起来，然后设法为行会的每一个成员树立一个高质量的商誉。为了防止永久性玷污行会的商誉，如果成员低于所要求的标准，他将被驱逐出会。这种类型的制度安排，今天仍然存在于建筑师、管道工和家具木匠等领域。从事黄金和白银的交易者会发现，花费大量时间和金钱去评判金属的纯度是值得的，他们必须为检验和公告制度系统的建立付出代价。

为质量保证支付佣金

当客户不能轻易地评判产品质量时，他们往往愿意为产品质量保证支付佣金。但在许多商品市场并不需要负担这种佣金，例如，煤炭、电力、制糖、造纸等，因为买方能够迅速和廉价地评判质量。但是，在某些行业，客户必须为质量保证支付佣金，主要有以下不同类型的商品：

- 搜寻型商品(search goods)；
- 直觉体验型商品 (immediate experience goods)；
- 长期体验型商品 (long-term experience goods)；
- 无体验型商品(no-experience goods)。

后两种商品中，商誉是最重要的，但许多直觉体验型商品也与商誉直接有关。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

搜寻型商品

搜寻型商品是那些买方在购买之前可以进行质量检查的商品。例如，香蕉或西红柿的质量一般都可以到商店后直接观察。店主注重商誉的品质是有道理的，因为这将使商店得以继续位列在消费者喜爱的零售商名单上。不过，零售商通常无法利用这一商誉去获得一个明显溢价收益。如果它们试图这样做，那么，消费者将很快转移到另一家商店，因为他们可以很容易评判产品的质量。

直觉体验型商品

第二类商品是直觉体验型商品，这些商品的质量无法通过消费者直接检查来确认。罐头食品中汤的味道或蔬菜罐头中的香味只有在购买后才能知道。然而，了解坎贝尔或亨氏汤(Campbell's or Heinz's soup)的质量并不需要很长时间。消费者可以很快了解一种直觉体验型商品制造商的品质。而消费者一旦了解了，就存在某种程度的消费惯性，并导致消费者不愿意更换品牌(这给予公司一定的定价能力)。

长期体验型商品

长期体验型商品的价值仅仅取决于消费者个人的长期体验。例如，医生是否非常能干需要很长时间才能确定(假设大多数疾病可以自然治愈)。如果你只是依靠个人经验，你知道只有经过长期实践才能确认，不论是癌症治疗或心脏药丸都不能有副作用。基于其他病人建立的信誉可能是你接受咨询和选择治疗医生决策的关键。当公司选择审计、会计和其他专业服务时，很少能够基于丰富的历史经验来选择合适的服务商，它们普遍依靠商誉进行选择。为了提升商誉、增加(或至少维持)它们对溢价的要求，某些全球性专业服务商将大笔广告费用投入其品牌创建活动。在公司高管看来，为了获得最优质和可靠的服务咨询，额外支付一点是非常必要的。“对于英国所有五大银行和管理咨询业务公司而言，它们已经开设了大量分支机构。在它们尝试从国内企业网络发展为全球性组织，并能够提供全球统一服务的跨国公司过程中，全球品牌的建设是关键。”[6] 随着国外汽车租赁业的发展，消费者无法事先评估汽车质量状况，赫兹(Hertz)根据经济特许权安排为当地租赁商提供了认证。如果没有赫兹的认证服务，这些汽车租赁商将不可能获得高于平均水平的利润，因为它们没有获取溢价的资格。[7]问题是，当消费者为出国旅行而租赁汽车时，相比没有特许权的租赁商，究竟有多少消费者愿意为这种可靠性和有效性担保的汽车租赁支付费用。

无体验型商品

有一些商品消费者只购买一次(或很少)，这些都是无体验型商品。例如，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

殡仪服务、游泳池、建筑物、专业法律服务等。在选择时，消费者往往倚重于供应商与其他客户建立的商誉。

当企业考虑证券发行或企业合并时，往往愿意支付高价聘请高盛公司（Goldman Sachs），它们愿意为“情感安慰（emotional reassurance）”[8] 而付款。对于 CEO 不能肯定成果的交易，如果失败，代价将会很高——高管人员可能会失去奖金甚至是他们的工作职位，而股东将赔钱。因此，CEO 将为这种影响毕生的行动不惜代价聘请最好的顾问，成本投入大小则是次要的。一旦所聘顾问拥有完美处理庞大而复杂交易的成功历史经验，他可以提供一个比规模更小的竞争对手更有效的“情感安慰保护（emotional comfort-blanket）”[9]。这个原则可以适用于养老基金顾问、管理顾问和广告机构以及高级投资银行家。

买方确定所购商品质量的方式能够强有力地影响一个行业的竞争优势潜力。四种类型的商品和在确认品质保证过程中商誉的重要性如表 10.1 所示。

表 10.1 商品类型与商誉的重要性

商品类型	特　征	实　例
搜寻型	购买之前可以进行质量检查 商誉的重要性不强	鲜果和蔬菜 服装 某些家具
直觉体验型	消费后才能感受到质量 商誉的重要性一般	罐装食品和饮料 报纸 主题公园
长期体验型	长期个人体验后才能获得质量评价 商誉非常重要	专业咨询 某些药品 投资咨询
无体验型	不能从个人体验中获得质量评价 商誉非常重要	投资银行咨询 殡仪服务 人寿保险

品牌创建

品牌创建的目的是代表和提升商誉：“当一个商标项目的销售额超过同等功能的产品时，一个品牌就形成了”[10]。品牌通过传递信息为消费者增加了价值。品牌通常给出了质量认证的程度。对于直觉体验型和长期体验型产品而言，品牌提供了质量一致性的担保。人们购买品牌啤酒，因为他们预计未来购买的产品味道与此前购买的一样。在许多产品领域中，消费者都不愿意冒险购买无品牌产品，因为他们害怕产品质量不一致，例如，汉堡包、汤、早餐麦

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

片和洗发水。

产品质量一致性的承诺给予一家公司竞争优势，但基于这一因素获取价格上的溢价非常有限，因为质量的一致性可以被竞争对手复制。品牌产品的另外两个优势是可以提高定价能力，这些因素见图 10.2。一家公司可能有一个、两个或所有这三个方面的优势。当然，越多越好。

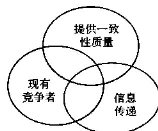


图 10.2　品牌的三种强大优势

现任特权

现任特权(Incumbency)可以成为一种强大的品牌特质。一旦品牌在消费者心目中树立，竞争对手要想成功推出替代产品将是非常困难的，即使该产品可以提供更高的价值也是如此。例如，时思的竞争对手可能以较低的价格提供了质量相当的巧克力棒，但很少有消费者会移情别恋——至少在没有一个投入庞大营销费用的情况下是如此，同时会维持很长一段时间。类似地，消费者会喜爱狗食品牌、番茄酱品牌和清洁产品品牌。面对有着良好声誉的现有企业，要想让消费者认可和接受一种新产品往往极其困难。一致性和现任特权的结合将带来非常高的回报。可口可乐在其成功中认识到这两个因素的作用。公司主席及行政总裁，道格拉斯·达夫特(Douglas Daft)写道："我们的成功源于我们的品牌优势和我们处理人际关系的能力，这就是我们必须成为世界上最好的营销者。"[11] 他说，可口可乐应致力于成为一个"纯营销公司(pure marketing company)"，这是为了牢固确立其一致性和现任特权的影响力。

信号传递

消费者经常通过使用品牌产品向他人传送信号。耐克(Nike)、锐步(Reebok)、李维斯(Levi's)和许多其他品牌利用了人类这种虚荣本性，并获得了溢价。传递高贵身份地位信息通常是通过使用昂贵的产品来实现的——劳斯莱斯(Rolls Royce)汽车、酩悦香槟(Moët et Chandon)、巴宝莉(Burberry)等。德比尔斯公司致力于在世界上建立其最豪华和最高质量的品牌，它们将

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

依靠一些事实，但大多是人们的感知来实现其品牌建设目标。可口可乐人在这一点上具有年龄上的得分优势：在许多发展中国家，它具有的美国文化特征意味着特别是青年将愿意为可口可乐支付溢价。类似的优势也给予了万宝路（Marlboro）香烟。

品牌不等于竞争优势

强大的品牌本身并没有竞争优势。你需要拥有一个具有进入壁垒的品牌。例如，通用有许多强大的品牌，但容易进入的大规模汽车制造业意味着它们只能获得较差的资本收益率。

态度

态度是指一个组织的心态，这是最普遍的看法。它是一个组织审视和与世界相处的方式，这一特性使文化和态度紧密联系在一起。每一位体育教练都知道态度决定一切。企业团队由具有最佳经营技术或高超博弈知识的成员组成，他们可能是最快的和最干练的，但如果没有一种好胜的态度，就不会成功，他们必须具有争强好胜的愿望。

> **组织的态度可能根深蒂固**

组织的态度可能根深蒂固，要想摆脱消极的态度是非常困难的。积极的态度可以提供一个重要的竞争优势。一些公司基于文化创新培育争强好胜的组织心态，另一些公司培育面向客户满意度的文化，此外，还有一些公司追求高质量的导向。

3M 公司具有鼓励探索创新的态度，它鼓励员工奇思妙想，给予员工时间追逐凭空设想式的创新，他们不会因为失败而受到批评。诸如“即时贴（Post-it）”的系列软件创新应该归功于组织的这一态度。佳能拥有*大家庭式*（株式会社 Tsushin）的态度——公司与客户之间的“心连心”交流，通过这种方式彼此信任得以确立。富国银行（Wells Fargo）在客户关系开发过程中坚持梦幻团队工作的态度，它不认为自己是一个层级制度集团，而是与客户共同组成的一系列同心圆。富国银行经常请盖洛普（Gallup）到公司调查“幸福员工与不幸福员工”的比例（2008 年，相比美国全国的 2 比 1，富国银行是 8.5 比 1）。CEO 约翰·斯顿夫（John Stumpf）说：“我可以把我们的策略书遗忘在飞机座位上，即使竞争对手恰好看到了它，也不会带来任何问题，这就是文化。”[12]

能力

能力是源自公司承担一系列任务的能力。技能一词可以用来指一个狭窄活动或单一任务，能力是许多技能的结合。[13] 例如，一家公司的基本能力包括

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在一个狭窄领域的能力，如市场调查、创新设计和高效制造等，当它们结合在一起时，就形成了一个更高级的能力——新产品开发。能力是“组织用以将投入转换为产出的资产、人员、工序的复杂组合”[14]。

组织的能力大于各个工序能力的之和——各个工序能力的结合和协调可以产生一种特殊资源。一般而言，一家公司要想通过合并工序技能的方式形成更高级的能力是极其困难的。这一困难过程事实本身就说明，一旦公司实现了结合，就将形成竞争优势，因为竞争对手难以模仿这种组合。相对迅速响应产品市场的动态能力，静态能力并没有多少价值。

索尼公司

索尼公司拥有将产品小型化的特殊能力，这使它能够生产从随身听(Walkman)到游戏站(Playstation)等一系列产品。它通过不断增强以技术为基础的产品创新所需的各种技能而增强公司的能力，而这又获得了来自其特殊营销风格和强大品牌的进一步充实。

麦当劳公司和默克公司

麦当劳公司已经形成了一种能够在分散网点提供高质量服务的能力。默克公司(Merck)拥有一支由具有非凡技能、知识和合作精神的人组成的团队，公司总裁雷蒙德·吉尔马丁(Raymond Gilmartin)反对规模经营是制药行业成功关键的观点。他说：

> 我们认为，可持续竞争优势的唯一来源是能够开发突破性的药物。为了达到目的，洞察力、创造力和知识是难题，而不是任何一种影响力……有一些公司比我们投入了更多的研发资金，但是，我认为，我们能够证明我们是最具创造性和最富有成效的。[15]

卡特彼勒公司

1940 年代，卡特彼勒(Caterpillar)具备了为美国国防部门建设公路、机场和军事基地的能力。他们必须拥有广泛的技能，因为军队需要能够承担整个项目的供应商，而卡特彼勒可以提供在世界范围内服务以及低成本施工设备供应的网络。公司通过设立卡特彼勒军事部满足了这一具有挑战性的要求，并使其在战后处于非常有利的位置，而其竞争对手对此却无法仿效。它自然成为了重型建筑设备市场的主导企业，它拥有在两天时间内向世界任何地点提供卡特彼勒生产的任何零部件的能力使它成为了不可战胜的供应商。

低成本能力

在某些行业中，设法成为成本最低的生产商对于获取超额利润是至关重

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要的。成本领先者必须利用所有的成本优势资源。它们倾向于销售利润很少或甚至没有利润的标准化或同质化产品，它们必须决心成为*最*低成本的生产商，而不只是最低成本商中的一个。这就需要：以最优有效规模运营；坚定不移地降低成本；利用经验曲线的益处。在研发和广告开支等方面非常谨慎地采取成本极小化策略。高于平均回报将增加行业内低成本生产商的数量，因为行业平均价格是由其他企业的竞争性行为决定的——它不可能下降至超出某一个点。戴尔电脑公司(Dell Computer)是典型的行业成本领先者。为了增加市场份额，它会毫不留情地降价，而更大的市场份额会导致更低的单位成本，并扩大戴尔与规模较小的竞争对手之间的差距。它的直销模式赋予了它明显的成本优势(但现在许多竞争对手正在模仿这一技巧)。

知识

知识是为提供见解和理解而对有关信息的解释、组织、合成与分类的认知。为实现和维持竞争优势，保存、开发和分享知识非常重要。一个行业内的所有公司共享其基本知识。例如，所有出版商共享市场趋势、分销技术和印刷技术，我所指的特殊资源不是这种共享知识。如果出版商在了解细分市场(如投资书籍)基础上逐步建立了自己的数据和技能，那么，其卓越的认识、解释、组织、综合和分类信息可以通过这些特殊知识创造竞争优势。该公司进入这个细分市场将比竞争对手有更多的了解。

显性和隐性知识

有两种类型的组织知识。第一种是*显性*知识，它可以规范化并通过编码传递，这是一种可以定义和记录的客观知识。第二种是不充分或未定义的*隐性*知识，它是一种主观的、个人的和背景细节知识，它往往是模糊的和复杂的，很难对其规范化和沟通。显性知识的例子包括公司编写的会计手册中的成本会计规程、市场需求评估报告、客户投诉数据及其分类。显性知识不可能提供竞争优势：因为它们很容易界定和编纂，并被提供给竞争对手。另一方面，竞争对手要想获得隐性知识是非常困难的。试想类比棒球的情况：作为显性知识的战术一般是公开的；但从所有球员中选出那些优秀球员则是隐性知识的应用。例如，如何使识别投掷类型并采取适当的应对措施成为一种本能的能力。隐性知识只能在实践过程中传播，从一个人向另一个人传授知识的主要手段通过建立密切的师徒关系互动，以加深理解。

耐克公司

耐克公司由菲尔·奈特(Phil Knight)在 1964 年创建。他拥有关于跑步者需要的特殊知识——在 1950 年代，他是俄勒冈大学田径队的一个中长跑运

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

动员。他意识到现有制造商给运动员提供的服务非常糟糕，于是他基于自己的特殊见解设计了新的运动鞋，但他没有专业生产知识，因此，他将其承包给了亚洲供应商。他的新设计取得了巨大成功。在 1980 年代，公司的增长主要来自专业运动鞋市场以及时尚的年轻人市场。这就需要掌握一些额外的知识属性，并了解如何进一步创新运动鞋设计（如空气鞋）。耐克公司非常了解其客户、零售商和分销商需求，如外形设计对于这类消费者来说是至关重要。迈克尔·乔丹（Michael Jordan）是其广告业务形象代表，1995 年公司花费在体育营销方面的费用达到 10 亿美元；老虎伍兹（Tiger Woods）以及巴西队全体球员都与公司签订了协议。公司对目标市场的了解在世界上首屈一指，公司规划的形象是呼吁年轻、帅气和竞争力。公司构建了完善的产品研发体系——在一年内推出 300 个新产品设计！它还开发出了一种新材料和面料的知识。易于记载的耐克知识库并不重要，关键要素来自于日常与员工、客户、供应商、分销商的互动知识，这种知识得以随时间变化而逐步积累，整个组织面临的数以千计的个体威胁得以消除。在制药业领域，葛兰素史克公司（GlaxoSmithKline）也拥有深厚的关于药物开发、环境监管和市场的显性和隐性知识。

是什么使资源特殊？

有时，即使公司确实拥有特殊资源，要识别它们也很困难。本节可以帮助读者归纳特殊资源的特征。为了取得*可持续*竞争优势，即高于平均资本收益率将持续很长一段时间，有三个特点必须是持久的，因为：

- 资源将被客户*要求*持续到久远的未来（被视为宝贵的）；
- 资源将继续*稀缺*。这是竞争对手无法模仿的资源，也不是替代品可以满足客户需求的替代资源；
- 直到由公司*独占*的特殊资源利用产生超额收益之前，其他组织和个人难以发现。

价值增长投资者所面临的挑战是理解什么是只能提供平等竞争地位的特殊资源，并且当特殊资源由极具价值变为平常价值（或在不久的将来有变化的可能）时能够及时发现。例如，降价的瑞士手表制造商发现，面对廉价的数码手表的冲击，经历了数百年知识积累而形成的极高商誉特殊资源不足以诱使消费者支付额外费用。同样，IBM 公司也发现，当客户可以选择性价比更高的同类个人电脑产品时，它所提供的特殊资源（定制解决方案的技术设计、商誉等）被视为次要因素时，它无法抵抗 PC 市场的冲击。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资源要求

第一个要问的问题是："所有资源都将给客户提供增值，而客户愿意多支付的价格究竟是多少?"要成为特殊资源，那么，这种资源必须符合客户需要，而且为了获得好处，客户愿意为此付出高出成本的溢价。在任何时候，愿意支付的溢价取决于开放给客户的替代选择。这种资源必须满足竞争者无法满足的当前和未来需求。

保险杠和裁缝

企业往往认为自己仍然拥有客户要求的特殊资源，但它们是在欺骗自己。这种信念往往是基于过去成功的感觉。例如，一家生产车辆金属保险杠的企业可能是世界上最好的，它拥有最好的技术设计、最便宜的运营成本、最辉煌的工厂管理层等等。然而，如果客户需求已经从金属车辆保险杠转移到可压缩塑料保险杠，那么，所有这些资源已不再为用户所要求，因此它没有价值。对娴熟裁缝的资源需求已经下降，除了在一些小裁缝店，对娴熟裁缝的需求几乎已经全部消失，人们对时尚服饰的需求可利用不同资源基地的大规模生产和大规模分销来满足。

从服务员到列车

当自助销售可以称量糖、面粉和咖啡(服务文化与客户关系)时，食品商店曾经的特殊资源已不再需要了，因为它已不再适用，取而代之的是现代自助服务超市的低成本资源能力。人们把资金投向他们认为的宝贵资源。家庭佣人曾经以合理的成本收益满足了中产阶级的需要。20世纪上半叶，随着劳动力成本的不断上升以及保持舒适家庭的替代方法不断出现(如洗衣机、吸尘器、集中供热等)，无疑对这种特殊资源产生了一个渐进的侵蚀作用。世界各地的铁路公司也发现，它们曾经拥有的、能为人们提供快速而舒适的长距离客货运输特殊资源也已被侵蚀。它们一度可以获取溢价，因为它们为客户提供了比替代工具(马车或海上运输)更多的价值。今天，大多数铁路运营商对它们的基本运作成本没有定价权，更不用说是因为提供了比竞争工具(以内燃机为基础的运输)更优质的服务来获取溢价了。北美洲和欧洲的纺织品制造商曾经认为它们的技术能力和最新机器非常珍贵，它们可以驱逐来自低工资经济体的竞争者。但它们错了，因为客户倾向于选择低成本的资源。

米老鼠和《金融时报》

有一些资源的寿命比其他资源更长。例如，作为一个面向家庭的娱乐品牌，迪斯尼的特殊资源可以产生长期溢价。每个卡通人物——米老鼠、白雪公主等等以及图书馆的电影资料均可以被视为保质期很长的特殊资源;主题公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

园在许多人心目中占有特殊地位——它们是该领域世界最知名的引领者，每一代人都将与他们的孩子分享迪斯尼的魔力。它们提供了竞争对手难以模仿的某些特殊资源。《金融时报》或《经济学家》拥有很高的声誉，其寿命期可能很长，因为它们提供了比替代品更好的特性，充分满足了客户的需求。当然，管理层必须保持警惕，并不断进行投资，以保持其领先地位。

稀缺性

如果一种资源非常丰富，那么，它不可能成为特殊资源，供不应求才是有价值的。如果资源不稀缺，那么，竞争对手将能够获得它，进而削弱其溢价水平。公司必须防范竞争对手模仿它的优势或提供替代品资源进而抢走客户的行为。它必须围绕竞争优势进行周密的保护，使之可持续发展。

> 如果一种资源非常丰富，那么它不可能是特殊的

具有防止模仿天然属性的资源可分为以下四类：*

物理上的独特性

一家公司可能拥有最好的房地产，这是竞争对手无法模仿的。公司在布鲁克林区可能拥有唯一可采的采石场，它也可能在一片富含金属的土地上拥有经济上可行的采矿权利，它还可以拥有最好的零售网站。或者公司可能拥有在某一区域探测石油和天然气的权利，并最终成为 1 000 英里内唯一油气田的所有人。

专利权可以防止一时被仿制，如药品专利。然而，公司对专利权不能固步自封，它可以被竞争对手很快掌握或超越。可产生*系列*产品专利权的特殊资源更可能是维持持久竞争优势的要素，这种情况下，竞争对手始终处于追赶者的地位。因此，培养一种能够迅速积累知识、创新思维和快速研发产品的能力和态度可能是保持可持续竞争优势的关键。我们也可以将其拓展到物理上的概念：兔八哥(Bugs Bunny)的“实物”资产是华纳兄弟公司的特殊资源。

企业的实物资产只有很少是不可模仿的。例如，吉列公司(Gillette)花了十年时间和 10 亿美元开发出了三重刀片剃须刀(Mach3)，仅仅几个月后，一家名为阿斯达(Asda)的英国超市便生产出了它自己的三重刀片剃须刀(Tri-Flex)，且其销售价格低 40%。迅速出现的电子交易商以为它们在强大的万

* 本节大部分创新内容是由大卫·柯林斯和辛西娅·蒙哥马利完成的，详见 Collis, D. J. and Montgomery, C. A. (2005)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

维网上开发了一个独特的实物资源，如 Amazon.com、CDNOW、eToys 和 E·Trade 等，但很明显它们占据的领域受到了来自传统零售商的对抗，如家得宝（Home Depot）、美林林奇（Merrill Lynch）、凯马特（KMart）和沃尔玛均已推出类似的电子交易，而且它们发现毗邻那些暴发户占据"网站"相对容易些。此外，它们也能运用其他一些重要优势，如利用过去多年来形成的数以百万计的客户关系、良好的品牌、经得起考验的分销能力和与供应商良好的合作关系等。

路径依赖

这比实物资产更有可能产生可持续的特殊资源。路径依赖资源是长时间创造的结果，它们之所以被创造，是因为公司成长到今天所依赖的路径。

公司的历史赋予它们以特殊属性，并使它们独一无二。只有它们才能提供给客户所要求的品质。所以，一家科技型公司在寻求突破时可开发一项特殊资源，这就是一组紧密联系的科学家顺利地攻克科学堡垒的漫长历史，它给公司提供了开发技术领先产品的卓越知识和能力。竞争对手可能会试图雇用数百名科学家并为他们提供大量的经费来模仿，但新团队将缺乏既定团队所特有的长期眼光、一致性和隐性知识。

与供应商和客户建立稳固和忠诚的关系网络需要很长时间才能完成。例如，南非酿酒有限公司之所以目前仍然处于强有力的地位，是因为过去数十年来，它与供应商和客户始终保持利益一致，即使在啤酒分销面临严重困难的情况下也是如此。

品牌知名度通常是路径依赖。凯洛格和亨氏已花费了一个多世纪来巩固自己在消费者心目中的地位，一个模仿者会发现这种状况很难打破。可口可乐的品牌知名度不可能被竞争对手简单复制，不管其营销推广费用有多大。消费者具有饮用可口可乐的长期经历，他们生命中每一个阶段与其饮料习惯的结合意味着他们有路径依赖的依恋。对于竞争对手而言，这是一个难以逾越的护城河。

通用电气公司独特的企业文化已经经历了几十年时间。模仿者可能试图达到通用电气公司管理层之间合作和相互支持的程度，但它们必须认识到组织中的每一个人形成第二天性将需要经历很长时间。

因果关系的模糊性

因果关系的模糊性具有两种类型。首先是潜在的模仿者无法清楚地看到赋予可持续竞争优势的资源是什么；其次是很难确定第一位的特殊资源是什么，即配方不明确。如果可持续竞争优势是由单一技能、关系或单一能力确定的，那么，竞争对手通常会发现可以比较容易地理解导致市场成功和超额资本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收益率的因果关系机制。然而，在许多情况下，竞争优势依赖于一组有着复杂的相互作用的因素，为了获得高于平均收益水平的竞争力，必须确定这些资源，并理清这些创造性资源的关键要素，但这很难。

以谷歌(Google)为例，发现其特殊资源是可能的，因此，解决因果关系的模糊性是没有问题的。谷歌建立了一个不断产生精心设计创新的工作环境，虽然竞争对手可以观察到谷歌的这些特殊资源，但它一开始并不知道怎样建立这些资源，以及体现在公司文化、员工个人相互作用、态度和技能基础的多种因素是如何进入这个输出特殊东西的熔炉中的。

通常的情况是公司与特殊资源的因果关系模糊性本身并不了解赋予它优势的是什么。如果公司高管很明确其机制，那么，公司的竞争对手将能够通过挖走公司高管的方式来模仿。

因果关系存在模糊性的最常见原因是公司资源是复杂社会现象的结果。独特的正规和非正规社会结构及其相互作用在这样一个环境中发展。今天，它们往往被参与者的个性及其创始者创立的文化所影响(如苹果公司的史蒂夫·乔布斯(Steve Jobs))。

经济威慑

竞争对手可以模仿，但可能不会选择这样做，因为它们害怕可能的后果。例如，一些仅仅由少数要求固定成本投入很高的大规模工厂构成的行业，一个潜在的进入者可以建设类似的大规模工厂，但所增加的大量额外供给将导致市场产品价格下降。此外，现有企业往往拥有这个行业特定的资产——它们不可能转移到另一个行业。现任特权者因此给新的竞争对手提供了一个非常可信的报复性威胁，因为至少在短期来看，它们完全准备发起边际成本竞争。

震慑因素的组合

如果一家公司具备这些震慑仿效的因素之一，那么，这已经很不错了。一些公司可以拥有两个或三个这种因素——这就很了不起了。例如，随着时间的推移，一家在生物技术创新方面拥有知识和能力的公司也可能进一步培植了路径依赖的组织态度和善于合作、有活力的文化，这将形成因果关系模糊的特殊资源。

资源的替代性

特殊资源被竞争对手模仿是一个问题。但是，如果竞争对手无法模仿，它们也可能想得到更多的可行选择：它们可以用另一种资源替代一种特殊资源。例如，在1980年代，IBM主宰了计算机生产领域，它有卓越的商誉、品牌、技术知识和组织能力。然而，到20世纪80年代末和90年代初，其他个人电脑制造商能够模仿其中一些品质——例如，在IBM的开放标准帮助下，其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

非凡的技术被仿效。但是，IBM 的企业文化、能力和态度无法被新的个人电脑制造商模仿。相反，它们用自己的资源代替 IBM 的特殊资源：有活力的创业精神、低成本制造的观念、改变世界的态度、创新设计的信誉和对市场需求的快速反应等等。

其他公司发现或保证它们的特殊资源多半是不可替代的。迪斯尼的商誉和它的特点是对替代的强大阻碍。报纸通常有一些防止替代的保护，但对竞争者而言，创造一系列与《华尔街日报》竞争的替代性资源将变得非常困难。

因特网为新的竞争者创造了替代传统能力的机会。例如，在书刊销售中，Amazon. com 就利用网站导航、基于互联网的营销、大型仓储和邮件传递系统的能力很容易地取代了传统零售商的繁华位置、立即可得性、友好的专业工作人员和随意翻阅的商场氛围。

可供专用性(Appropriable)

提供增值的资源必须是一种允许公司获取价值的资源，而不是被另一组织或个人侵占的资源。换言之，其价值由股东占有。例如，票房很成功的电影常常对制片厂造成损害，主角能够对此类高昂的酬金讨价还价，但他们很少为公司考虑。类似情况也出现在体育领域，球员占有转会收入的大部分，而俱乐部收益却很少。在投资银行，“明星”并购和收购专家、证券保险公司和债券管理层可以要求数百万美元的薪酬，他们侵吞了大量（或全部）新创造的价值。在艺术领域，歌剧演员主角可以占有音乐会的大部分门票收入。

拥有关键资源

如果是公司而不是外部当事人拥有关键资源的知识产权，那么，这种报酬分配的问题将以有利于公司的方式得到解决。对于足球队来说，其关键资源是球员的能力，因此，运动员占有利润的大部分。像迪斯尼这样的公司，关键资源往往是由组织所拥有——以家庭娱乐而闻名的小熊维尼（Winnie-the-Pooh）、电影图书馆等等，因此，公司将赢得资源的独占性利用。当然，在该组织中偶尔会发现有杰出的董事、经理或“空想家(imaginateer)”，但与整个组织相比，这些人流动的价值不大。

议价能力

影响独占性的另一个因素是议价能力。如果关键资源的供应商众多，那么，公司可以货比三家，公司的谈判地位将得到加强。（相比之下，微软和英特尔能够占有 PC 电脑所创造的大部分价值，PC 电脑制造商在一个激烈的市场上斗争，而这两家公司大发其财。）此外，如果关键资源的拥有者几乎没有其他技巧、能力、知识或任何其他东西可供运用，那么，客户可以降低利用这些资源

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的成本。

抛弃资源价值

有时，公司似乎抛弃了来源于资源的价值。也许它们处在惩罚超额利润的压力之下而需要为投入付出更多。作为一种选择，它们会在组织内部引致松懈，慢慢地浪费价值。贝尔实验室的老板——AT&T 发明了晶体管收音机，这项发明几乎没有为 AT&T 公司赚钱。公司采取了慷慨的授权策略和向公众公开其基本原理。而索尼公司通过额外资源的运用快速发展了晶体管收音机，并占据其价值。21 世纪初，人们高估了电信、计算机技术和因特网的未来。欧洲主要电信公司，如英国电信、德国电信和法国电信意识到高收益预期可通过开发允许用户进入因特网以及交谈的第三代(3G)移动电话网络来实现。它们对这一新技术将创造价值的判断是正确的，但令人怀疑的是，是否这些价值将被电信公司所占有。为了获得欧洲各国政府颁发的营业执照，它们付出了 1 300 多亿美元。然后，它们又花费了相同数额的资金建立通讯网络。人们激烈争辩的是 3G 所创造的全部或大部分价值是否将被政府、消费者和设备供应商所攫取，而运营商将很少或根本无法获利。这正是多年来不争的事实。

《华盛顿邮报》和可口可乐

有两个以上的占有股东特殊资源价值的典型例子：

■《华盛顿邮报》的特殊资源是公司所拥有的商誉、精神特质等等。杰出的个人撰稿者是宝贵的资源，但他们提供的高质量报告和分析只是杯水车薪，即使明星记者可以很快被取代。如果有几十个记者被替换，也很少有读者会移情别恋。

■ 可口可乐为自己保留了关键资源的所有权。可以肯定的是没有一个投入要素的供应商具备真正的讨价还价和分享价值创造的能力，因为可口可乐控制了品牌和分销系统。

资源投资

价值增长投资者需要审查公司是否将继续对基础资源投资。如果目前的收益率较高，但它不断消耗现有的资源基础，这样的股票应该回避。

优质公司需要坚持使其特殊资源动态演进的做法。它必须认识到为了维持竞争优势将面临着不断的竞争。即使定价和成本之间存在一个很大差距，公司也绝不应该停下脚步，而应该不断努力为客户提供更好的服务。如果没有这种紧迫感，

优质公司需要坚持使其特殊资源动态演进的做法

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那么，竞争对手将很快采取行动，并动摇公司的价值优势。

浴缸

公司的资源可以比喻为浴缸中的水。水代表了当前的资源储备，但很遗憾，在浴缸的底部有一个持续的泄漏使资源贬值（知识变得不切题了、能力下降或商誉和品牌的吸引力下降）。要不断投入更多资源才能维持源于可持续竞争优势产生的未来价值。如果只是在几年时间内不投入更多的补充资源（如不为品牌做广告或减少研发投入），公司仍然可能获得短期利润，但最终当浴缸中的水流完后——公司已经没有特殊资源可为客户提供价值，这就意味着公司或者是取得艰难的低收益或者面临破产。

达尔文和公司

进化的比喻也许看起来有助于我们了解一家真正的优质公司。公司可以被看作是达尔文生态优胜劣汰和自然竞择系统中的组织。已经到达顶端的那些公司可以创建使它们能够控制和利用其生态系统组成部分的特殊资源，它们开发了卓越的做事方法，它们的能力、知识、态度等等使它们能够生存下来，而它们的竞争对手将面临失败和淘汰。而且，商业世界比生物世界更加快速多变。如果一家公司在过去藉以立足的做事方式上过于死板，那么，它将比能够更好地适应从新技术到社会趋势等环境变化的竞争对手更容易受到伤害。除非它们能够适应，否则整个公司将会消亡。适者生存，否则灭亡，速度有时快有时慢，但令人迷惑的是，曾经如此强大的它们，为何会被战胜？

希尔顿和微软

在 1960 年代和 1970 年代，希尔顿酒店（Hilton Hotels）拥有很高的商誉。但情况急转直下，不久以后，它已不再被视为高档连锁酒店，它拥有的溢价迅速消失。微软拥有一种不可思议的适应能力，它基于所建立的个人电脑操作系统进军应用软件（Excel、Word 软件等等）。最近，它花费了数亿美元研究与开发出基于互联网络的计算机（顺便说一句，最初它对互联网的重要性不屑一顾）。与个人电脑制造商的影响力关系等特殊资源为微软互联网战略的成功作出了贡献。

模拟与数字

诸如松下等消费类电子公司目前正在承受来自它们环境的威胁。它们的竞争优势是基于模拟技术和世界范围内的低成本大规模生产。最近，基于数字化技术的大量电子产品已投放市场，它们与个人电脑有着更密切的关系，且相互影响。个人数字助理、CD 刻录播放器、数码相机、DVD 驱动器、电脑游戏机、MP3 播放器、个人录像机和互联网收音机等作为个人电脑外设设备大量上市。在销售这类产品时，消费者更信赖具有个人电脑产业背景的公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

松下电器(Panasonic)发现，自己的品牌在这些领域不是一种特殊资源。当品牌认知度不再成为进入壁垒时，基于数字技术的公司进入这一产业相对容易一些。惠普公司提供了数码相机；苹果公司提供了 iPod；3Com 公司提供了桌面互联网收音机；甚至英特尔也在销售数码相机和数字显微镜。现代数字设备并非是由老的消费类电子公司所生产的产品的演进而成，它们是全新的产品。最精明的日本企业已认识到需要调整，并增加它们的基础资源。它们中的多数公司建立了硅谷研究机构，它们已经具有了数字化产品的制造能力。现在，日本企业占据了数码相机市场。为了抵御新进入者，它们将最新开发的数字技术资源与现有的资源合并(例如，它们不断创新设计并制造易于使用的电子设备，它们提升品牌的信誉度并建立广泛的零售分销关系)。

已有的和新的

有两种类型的资源投资：

- 即维持和提升现有资源；
- 增加新的资源组合。

现有资源可以通过增加投资而得到加强。例如，吉百利(Cadbury)投入了 1 亿美元的广告活动经费。现有资源也可以通过简单地重复使用而加强。例如，一家拥有把新产品推向市场的特殊资源的公司，如果它继续维持扩张计划，则具有不断增强其产品开发的能力。一家由能力强、被有效激励和有凝聚力的管理团队管理的公司将会通过给经理人设定更高目标的方式强化这种特殊资源。有些资源不可能被耗尽，事实上，它们反而可能会变得更加强大。

为了增强竞争优势，公司可能还需要对互补性资源进行投资。英特尔意识到了这种需要，它的技术资源和商誉会因为塑造品牌形象的大型广告活动而得到增强，“英特尔芯片(Intel Inside)”广告语的推广费用高达数亿美元。扩大品牌影响力的理由是因为一些竞争者致力于模仿其技术或利用更可靠的替代技术。

有时，公司需要拓展新资源，以便最终摆脱其目前的竞争环境。对于价值增长投资者而言，这是一个棘手的问题。如果公司认为它目前所处产业严重缺乏吸引力，而它需要获得使其得以摆脱困境的新资源，那么，必须质疑的是这种投资是否必须摆在首位。其次，这种过激的举动面临两种危险：经仔细考量(几年时间的全面考察)后，最终结果并非初始想像的那样具有吸引力；因为新资源事关生存，公司可能会以铺张的方式购买新资源——支付过高的价格。例如，欧洲各电信集团会停下来问一问是否没有移动电话许可证资源会更好呢？它们都认为必须获得这一资源——进而在招标拍卖中不计代价。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

困境

当管理者对资源投资的方向和范围进行决策时，面临两种困境：

■ *连续性与适应性* 在不断变化的环境中，你将继续坚持支撑你成功多年的资源吗？或者，你会对替代资源投资吗？例如，如果你是一个传统书商，你会继续加强基于既有售书方式的资源实力或是开发以互联网为基础的全新售书方式所需的资源呢？这些风险具有两面性，坚持既有方式可能最终导致你被淘汰，而投资于全新方式的代价高昂，且其根本性的变化具有很大破坏性，并可能摧毁既有优势（也可能蚕食销售市场份额）。当发生事关生存的环境变化时，一些管理层不知所措，或任其自然或作出决定时为时已晚。价值增长投资者需要评估管理层应对这一困境的能力。

■ *承诺与灵活性* 投资决策时，公司必须在服务于某一特定战略专用资源或致力于增强应变性和可用于替代战略（保持开放选择的策略）的柔性资源之间作出选择。乐团的小提琴手通常会坚持使用他职业生涯早期使用的乐器来提升其技能，然而，如此专注于特定乐器将付出在更换乐器时能力下降的代价，对优秀小提琴家的需求也会下降。对特定资源有着强烈依赖的公司成为被一项战略所绑架，后来可能会被证明是不恰当的。另一方面，如果过度注重灵活性，公司也可能面临在与更为专注的竞争对手竞争中失败的风险，路径依赖的优势可能会永远丧失。价值增长投资者必须在没有简单解决办法的情况下，能够寻找到适当平衡的公司（要不然，如果问题简单，超额利润会很快消失！）。

资源杠杆作用

有些公司在利用其资源投入到其他部门或行业以发挥其杠杆作用方面具有很强的能力。例如，迪斯尼将其卡通人物运用到了主题公园、麦当劳的促销和网站等。

很多资源没有在其原来设想的已经提供了非常好的机会的领域得到充分利用，而是运用到了其他领域。例如，一家公司可能与客户、政府和供应商已经建立了强有力的关系或商誉，这些资源可以被公司的其他分支机构（领域）所利用，而只需增加很少的额外成本且不会削弱这些资源。同样，一个品牌可用于更广泛的产品（例如，一个巧克力品牌可用于冰淇淋）。知识可以发挥其杠杆作用，如一项技术创新可以利用在一个以上商业部门。营销策略的协同运用可以创造价值，例如，电影部门可以利用来自于音乐部门的音乐作品。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

麦当劳公司已将其品牌、场所和食品等一致性资源扩大到包括汉堡包在内的一系列新产品上。

意大利最大的工业集团菲亚特(Fiat)实施了一个发挥其资源杠杆作用的战略。这是一个在农业机械和生产系统制造领域居于世界领先地位的企业，它通过提供相关服务的形式运用在这些领域开发的特殊资源创造价值。它的依维柯(Iveco)卡车和公共汽车部门使用其客户关系资源已超越车辆销售的范畴，拓展到了销售保险和融资租赁。柯马公司(Comau)是一家为诸如通用汽车和福特汽车等大型制造商提供生产和自动化系统的意大利公司，它也提供相应的后续系统服务。服务业的吸引力在于其两位数的利润率。菲亚特设想有一天有一半以上的收入将来自于其服务业。

超出特殊资源实力

价值增长投资者需要提防公司的多样化超出其特殊资源基础。在1958年至1974年之间，别克制笔公司(BIC)度过了利用其特殊资源杠杆作用的美好时光。它在注塑模具、大规模市场营销和强大品牌商誉等方面拥有能力和知识的特殊资源，从一次性笔具到一次性打火机再到剃须刀生产多方面利用其特殊资源，其杠杆作用非常明显，因为新的生产线可充分利用所有三种BIC特殊资源。然而，它在1974年犯了一个错误。它错误地进入了袜类市场。没有任何一种特殊资源可以任意使用在所有领域的生产或销售上，它的塑料制造能力与此无关，该产品需要建立与销售一次性钢笔、打火机和剃须刀完全不同的销售渠道和营销方式。

过度开发资源

也要当心公司对资源的过度开发利用。威廉·M·默瑟(William M. Mercer)是世界上最大的投资咨询公司，它很明智地从利用其资源杠杆作用的领域退出，专心于基金管理本身。其传统角色是为养老基金的基金管理人运作资金提供咨询建议，如果它自己也开始管理基金，这就破坏了其完整性和公正性资源的价值。

破坏资源

索斯比(Sotheby)和克里斯蒂(Christies)拍卖行严重损害了它们诚实交易商誉的特殊资源。这两个组织密谋操纵佣金率。正当索斯比打算利用其品牌开设互联网拍卖时，其品牌价值却正在快速消亡。

奢侈品牌

古奇(Gucci)是一家到21世纪才认识到它的关键资源之一是其珍贵价值的公司，它小心地避免扩大规模和使品牌延伸太远。代替规模不断增加的是新增了珍贵价值品牌：伊夫奥尔特圣罗兰(Yves Saint Laurent)、宝诗龙珠宝

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(Boucheron Jewellery)、苏梅克塞尔吉奥罗西(Shoemaker Sergio Rossi)和亚历山大·麦克奎恩(Alexander McQueen)。古奇深知过度的品牌开发是完全可能的和潜在致命的。在 1980 年代，它开展了咄咄逼人的战略，其销售快速地增长。它引入廉价产品的生产，并通过百货公司和免税店进行销售。它的名字出现在从太阳镜到香水等一系列产品上，虽然销售额大幅上升，但其整体形象下跌，随同高档产品一起降低了公司的整体盈利能力。

竞争性资源分析的关键要素

■ 普通资源为企业竞争提供了平等地位，而特殊资源提供了竞争优势(为战胜竞争对手和创造新的价值提供了机会)。

■ 能为客户创造价值的公司能力才是给予高股东回报的关键因素。

■ 公司应被看作是资源的集合，而不是产品线的集合。

■ TRRACK 系统——特殊资源清单：

T(Tangible)	有形资产
R(Relationships)	关系
R(Reputation)	商誉
A(Attitude)	态度
C(Capabilities)	能力
K(Knowledge)	知识。

■ 导致资源特殊的因素：

— 需求；

— 稀缺性(无法模仿、无法替代)；

— 可供专用性。

■ 抑制模仿的因素：

— 物理上的独特性；

— 路径依赖；

— 因果关系的模糊性；

— 经济威慑。

■ 公司需要做出的资源投资：

— 维护和升级投资；

— 增加新的资源组合。

■ 管理层决策资源投资面临的两个难题：

— 连续性与适应性；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

—承诺与灵活性。

■ 利用资源的杠杆作用，公司可开发在一些市场的可持续发展竞争优势。

■ 要避免多样化超出特殊资源基础。

■ 要避免过度开发利用特殊资源。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致谢

感谢允许本书使用其版权资料的下列投资者(或他们的出版商)：

沃伦·巴菲特(Warren Buffett)

大卫·德勒曼(David Dreman)

菲利普·费雪(Philip Fisher)

本杰明·格雷厄姆(Benjamin Graham)

彼得·林奇(Peter Lynch)

查尔斯·蒙吉尔(Charles Munger)

约翰·奈夫(John Neff)

感谢让人敬佩的下列专家，他们对《价值增长投资》进行了很好的评述，他们的评述为本书的修订提供了帮助：

哥伦比亚大学商学院(Columbia Business School)金融资产管理学教授

布鲁斯·格林沃德(Bruce Greenwald)

罗伯特·赫尔布伦 (Robert Heilbrunn)

温特弗拉德证券有限公司(Winterflood Securities Ltd)

加雷斯·亨德森(Gareth Henderson)

芝加哥卖方资本对冲基金(Sellers Capital, Chicago)

马克·休·山姆(Mark Hugh Sam)

温特弗拉德证券有限公司(Winterflood Securities Ltd)

劳伦斯·马什(Laurence Marsh)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

兴业银行(Société Générale)
詹姆斯·蒙泰尔(James Montier)

企业家与著作家
罗伯特·迈尔斯(Robert Miles)

英国券商高林斯特公司(Collins Stewart)
戴维·夏皮罗(David Shapiro)

雷曼兄弟公司(Lehman Brothers)
马克·施瑞丹(Mark Sheridan)

职业著作家
迈克尔·C·托马塞特(Michael C. Thomsett)

罗斯柴尔德私人管理集团(Rothschild Private Management)
马克·华莱士(Mark Wallace)

英国股东联合会主席(Chair of UK Shareholders Association)
马丁·怀特(Martin White)

埃尔奥罗勘探公司(El Oro Exploration Company plc.)主席兼常务董事
C·罗宾·伍德拜恩·帕里什(C. Robin Woodbine Parish)

同时，非常感谢允许本书使用其版权资料的荷兰银行(ABN Amro)、英国巴克莱投资银行(Barclays Capital)、埃尔罗伊·迪姆森教授(Elroy Dimson)、保罗·马什教授(Paul Marsh)、迈克·斯汤顿教授(Mike Staunton)、约翰·特雷恩(John Train)和珍尼特·洛尔(Janet Lowe)。

也要感谢我的父母和我的好朋友。我的父亲——克里斯多夫·阿诺德(Christopher Arnold)——从百忙之中抽出宝贵时间通读了本书初稿，提出了很多有价值的修改建议。在我年轻时，他与我的母亲——布伦达·阿诺德(Brenda Arnold)——一起潜心地培养了我对金融的兴趣。我的妻子——莱斯利(Lesley)给予了坚定的支持，并在关键阶段完成了从学校教师到打字员的角色转变。我的私人助理——苏珊·汉顿(Susan Henton)和丽贝卡·德

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

夫林(Rebecca Devlin)为最后定稿提供了帮助。责任编辑——乔纳森·阿庚耶加(Jonathan Agbenyega)给予了我足够的信心将最初设想变成书稿，并给予了全程专业指导。责任编辑——克里斯托弗·库德摩尔(Christopher Cudmore)的努力促成了由《价值增长投资》到《价值投资》的修订。感谢培生出版集团(Pearson)编辑组成员：艾莎·巴达姆(Aisha Badmus)，詹尼弗·墨尔(Jennifer Mair)，大卫·汉姆斯莱(David Hemsley)和安妮特·马斯基(Annette Musket)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

词汇表

Administered prices

限价：由当局控制的价格，如政府控制的价格。

Amortization of assets

资产摊销：无形资产账面价值的减少，诸如企业声誉。

Appropriable resource

可供专用的资源：一种能产生价值，并只允许公司获取价值，排斥其他组织或个人获取其价值的资源。

Asset allocation

资产配置：基金按比例投资不同资产种类的投资方法。

Asymmetry of information

信息不对称：谈判过程中，双方当事人对签约和决策有重要影响的一些未知或无法观察到信息的占有地位不对称。

Barriers to entry

进入壁垒：首次进入某个市场的公司必须克服的障碍。

Batch production

成批生产：小批量或分组生产。

Beta

贝塔系数：证券系统性风险的度量。在资产定价模型(CAPM)中，它是相对证券收益市场动向灵敏度的度量，由特定证券收益与市场组合收益的方差除以市场组合的方差。实践中，一般选择市场指数作为市场组合的代表(如标准普尔 500 指数)。

Bond

债券：由公司和政府发行的长期债务凭证。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Book value

账面价值：资产负债表账面价值，以每股为单位表示。

Bubble stock

泡沫股票：被市场乐观情绪推高价格的股票。这种乐观情绪缺乏理性的价值标准基础。

Capitalization factor

资本化因子：贴现率。

Chartism

图表主义：依靠历史价格图形（或交易量）预测未来价格趋势的投资分析技术。

Churn

高频交易：频繁地反复买卖股票。

Circle of competence

竞争优势圈：投资者完全理解和有能力分析的商业领域。

Cognitive

可认知的：能够了解和觉察到的。

Commodity product

商品：没有按照性能、外观、服务等进行细分的产品。

Common stock

普通股：普通资本股票。

Competitive advantage (edge)

竞争优势：公司拥有独占性资源，这些资源可产生优于同领域其他公司的长期资本利润率。

Competitive floor

竞争基准收益：得到股东认可，并愿意将资金投向公司、持有该公司股票的收益率水平。

Complementary product

配套商品：伴随主要商品一同使用的商品。

Contrarians

逆市交易：与多数投资者相反的买卖策略。

Convertible preferred stock

可转换优先股：可以优先转换为其他类型证券（如普通股）的股票。

Coupon

息票：依附债券或借款凭证而存在、又可分离的具有利息分配请求权的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

凭证。

Causal ambiguity

因果模糊性：潜在的仿效者无法识别为公司产生可持续竞争优势的资源，或无法识别首先形成特别资源优势的途径。

Crack companies

缝隙公司：并购整合了多个工业和商业领域业务后，难以合理归类，介于标准分类体系之间的公司。

Current asset value (net)

资产净现值：流动资产（现金、应收账、存货）减流动负债（也称为营运资本）。

Cyclical companies (shares)

周期性公司（股票）：公司盈利与宏观经济景气周期密切相关的公司（股票）。

Debt maturity

到期债务：已到清偿期限的债务。

Default

支付违约：不支付已经承诺支付的本金或利息。

Defensive stocks

防御型股票：贝塔系数小于 1 的股票。

Derivative

衍生证券：其市场表现与其基础资产价值动向密切相关的证券。

Differentiated product

差异化产品：在某些方面与其他公司略有不同的产品。

Diminishing marginal attractiveness

边际吸引力递减：如果以股票价值与当前股价之差作为吸引力依据顺序，那么，边际股票（紧邻其后的股票）也是有吸引力的，但不如前一只股票的吸引力大。

Discounting

贴现：以合适的贴现率折算未来现金流的过程。

Discount rate

贴现率：用于对未来现金流折算的标准收益率，可视为给定风险等级的未来现金流的机会成本。

Dividend yield

分红率：年度分红除以股票价格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Dow or Dow Jones Industrial Average

道琼斯工业平均指数：最著名的美国股票价格波动指数，样本股由 30 只股票构成。

Earnings per share

每股收益：税后利润和利息除以发行总股本。

Earning power

盈利能力：在经营状况稳定情况下，预期公司年复一年持续经营时的年度盈利能力。

Economic franchise

经济特许权：源于坚固的进入（市场）壁垒而产生的定价能力。经营特许权的强度和持久性由产业结构、超越竞争对手和形成长期超额资本利润率的能力决定的。

Economies of scale

规模经济：以较低的单位成本生产较大的产量。

Efficient market hypothesis

有效市场假说(EMH)：在一个有效市场中，新信息迅速而理性地反映在股票价格中，除非偶然，任何人不可能获得超额收益。

Equity risk premium

股票风险溢酬：相对无风险资产收益而言，高于无股票市场为弥补市场风险率的额外回报。

Exclusive franchise

独占性特许权：见经济特许权。

Exit barrier

退出障碍：在特定行业中，阻止公司停止生产的因素。

Experience curve

经验曲线：完成一项任务的成本随反复执行获得的工作经验而减少。

Extraordinary resources

特殊资源：给公司带来竞争优势的资源。与其他普通资源结合能够帮助公司战胜竞争对手，创造新的增值商机。关键的特殊资源决定公司能够成功地做些什么。

Extrapolation

外推估值：通过曲线或直线外推估计超过已知值的价值。

Fixed cost

固定成本：不随所生产产品或提供的服务数量变化的成本。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Float (for insurance companies)

备用金(保险公司)：公司日常保有的用以支付索赔的储备金。

Flow production

流水线生产：以产品连续流的方式生产。

Free cash flow

自由现金流：由经营产生的无需作为运营或投资的现金。

Free float

公众持股量：不被占主导地位股东和内部人持有，而是由公众投资者所持有的股份总数占公司已发行股票总数的比例。

Free plus

超额收益：投资者获得的超过初始预期的收益。

Future

期货：双方当事人承诺按约定价格在未来特定日期进行交易的合约。

GAAP

GAAP：通用会计准则。

GDP (nominal, real)

GDP(**名义，实际**)：国内生产总值，一国生产的商品和劳务总价值。名义 GDP 为包括通货膨胀因素的总价值；实际 GDP 为扣除通货膨胀因素后的总价值。

Goodwill

商誉：一个公司支付给另一个公司的总额与其他公司资产市场价值之间差额的记账项目。商誉是公司的无形资产，诸如商标、员工技能等的价值。

Greater fool investing

大傻瓜投资：当投资者收回投资以后，他们并不真正关心公司基本面，最感兴趣的是将股票转手给市场投机者和交易者。

Growth stock

增长型股票：未来一段时期公司业绩好于市场平均业绩，预期未来市场表现也更好的股票。

Hot shares/sectors

热门股/热点板块：目前受到舆论和投资者广泛关注的股票和行业。

Industry structure

产业结构：产业内部已有公司间竞争程度组合、公司与供应商和顾客谈判的实力、新公司进入和吸引顾客的替代品出现的可能性。产业结构决定了产业内部的长期资本利润率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Inevitable

注定必然如此：在一个投资寿命周期内，一个公司能否取得优势地位取决于其持久的竞争力。

Institutional imperative

机构强迫症：存在于公司中的一种潜在的和危险的无形力量，机构往往具有偏离理性、尊严和智慧轨道的倾向性。

Intelligent speculation

理性投机：重点关注可计量的信息、以概率计算为基础、保持一定的投机成分，这将非常有助于投资成功。

Intrinsic value

内在价值：公司剩余存续期内各年度经营现金流的贴现价值。它不可能精确，只是一个估计值。

Investment operation

投资运作：一种基于全面的分析，承诺本金安全和满意收益的投资方式。

Lead steer

市场操纵者：拥有优势地位和诱导其他人跟随能力的人。

Liquidity

流动性：在没有价值损失情况下，资产变现的快捷和便利程度。

Liquidity-itis

流动性困惑：热门股具有高流动性，而被忽视的优质公司股票具有低流动性。

Long position

多头：承诺买入或事实上已经购买股票的投资者。

Macro economics

宏观经济学：研究广义经济总量、国民收入、储蓄、投资、国际收支、通货膨胀、税收等相互之间关系的学科。

Managementism

管理主义：三种情况下，管理层不能扮演股东利益最大化的角色：

(a) 管理层不诚实；

(b) 管理层诚实但能力差；

(c) 管理层诚实也有能力，但受制于人与人之间利益冲突的影响。

Margin of safety

安全边际：股票价值高于所支付价格的情形。在正常或条件适度变化的情况下避免亏损的概率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Market capitalization

总市值：以市场价计算的一个公司(股票市场、行业)发行上市股票的总价值。

Market index

市场指数：代表股票市场价格水平变动的样本股。

Market weightings

市场权重：一个行业所有上市公司股本总额占整个市场股本总额的比重。

Mass production

大规模生产：以大批量和标准化工序生产产品或提供服务，目的在于增强在大规模产品市场的竞争力。

Minority shareholder

少数股权股东：持有公司股份比例低于 50%的股东。

Momentum investing

趋势投资：选择处于上升趋势的股票进行投资。

Monetary policy

货币政策：中央银行对货币供应量和利率水平的审慎调控。

Multi-bagger

多倍上涨：股票价格上涨至高出买价多倍的水平。

Mutual fund

共同基金：对股票或其他金融证券进行集体投资的工具。许多投资者在证券共同基金中拥有自己的份额。

Niche company

利基公司：在具有发展潜力的细分(缝隙)市场中经营的快速成长型中小企业。

Nifty fifty

"漂亮五十"股票：在 1960 年代后期和 1970 年代早期公布的 50 只高速成长股票，成倍增长的业务收入支撑股票快速攀升。

Opportunity cost

机会成本：把一种资源投入某一特定用途之后，所放弃的在其他用途中所能得到的最大利益。

Option

期权：给予一方当事人在到期日之前，以约定价格购买或出售金融工具、商品与其他标的物资产权利的合约，但没有必须履行合约的义务。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Ordinary resources

普通资源：能给予公司与同业对等竞争的资源。这些资源赋予公司基准性的竞争能力。

Over-capacity

产能过剩：产能明显大于需求的产业或公司。

Owner earnings

股东权益(所有者权益)：股东权益＝报告期收益＋折旧＋损耗＋非现金支出呆账－厂房机器投资支出－营运资金等等。它们维持一个公司的长期竞争能力、市场份额以及在优秀项目上的投资。

Oxymorons (a contradiction in terms)

矛盾修辞(自相矛盾的说法)：彼得·林奇和沃伦·巴菲特用来描述“专业投资者”的词语，意思是多数职业基金经理人未能达到林奇和巴菲特所给出的标准。

Path dependent resources

路径依赖资源：基于所选择的发展路径伴随公司成长而形成的公司资源。

Perfect competition

完全(自由)竞争：产业的进入是自由的，现有公司不具备与供应商和顾客讨价还价的能力。由于产品同一化，现有公司之间的竞争非常激烈。存在以下前提条件：

(a) 顾客众多；

(b) 卖家众多；

(c) 相对于市场交易总量，单一顾客一次购买的数量很小，且对市场价格没有影响；

(d) 不同卖家所销售产品的单位相同——产品具有同质性；

(e) 信息完全对称——所有买家和卖家拥有该产品在不同市场区域销售的完全价格信息；

(f) 进入和退出市场完全自由。

Price-earnings ratio

市盈率(本益比)：

*历史*股价与最近报告年度的每股盈利之比。

*未来*股价与预期年度的每股盈利之比。

Price to book value

市净率(股价净值比)：股票价格除以股票账面(资产负债表)价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Pricing power

定价能力：当产品市场需求不变时，在不显著影响市场份额的情况下，公司产品提价的能力。

Primary equity market (new issue market)

一级市场(股票发行市场)：公司通过交易所面向投资者首次发行股票的地方。

Promising company

潜力公司：盈利记录很普通，但被投资者普遍看好，未来将超过市场平均增长水平的公司。

Quantum analysis

定量分析：以数量为基础的分析方法。

Quick asset value (net)

流动资产净值：流动资产净值＝流动资产－存货－流动负债。

Random walk

随机行走(随机游动)：股票价格波动相互独立，某天的股票价格变化不可能通过分析其历史价格变化来预测。

Return on equity

股本回报率：收益除以股票账面价值("股东基金"或"净资产")。

Risk free rate of return

无风险收益率：没有风险的投资收益率，以 r_f 表示。

S&P 500

标准普尔 500 指数：标准普尔 500 种美国主要股票综合指数。

Scuttlebutt

内幕消息：通过与公司有密切关系的顾客、供应商、雇员、前雇员等交流而获得的有关公司的信息。

SEC, Securities and Exchange Commission

证券交易管理委员会(SEC)：美国联邦政府负责证券市场(交易所、经纪人、投资顾问等)监管的机构。

Shareholders' funds

股东基金：资产负债表中的企业净资产(扣除所有短期和长期负债)。

Short sales

卖空：卖家卖出当前并不持有的但预期未来可以更低的价格买入股票的行为。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Short-term selectivity

短线炒作：基于公司或产业的短期前景预测选择买入或卖出股票。

Sigma

西格玛：股票收益离差、标准偏差的测度。

Solvency

偿付能力：公司偿付到期债务的能力。

Start-up companies

创业公司：没有经营历史或经营历史很短的新公司。

Stop-loss orders

止损委托：由投资者给券商发出的卖出指令，如果股票价格跌破所设定的价格水平，则以市价卖出所委托的股票，以便尽可能减少损失。

Strategic analysis

战略分析：公司所服务的产业前景以及公司在该产业内的竞争能力分析。

Subscription rights

认股权：投资者优惠认购公司股票的权利。

Substitute

替代品：具有同样功能(至少功能相近)的产品或服务。

Sunk cost

隐性成本：公司经营过程中不可避免的成本。这种成本不会影响决策，在诸如项目评估等工作时可以忽略不计。

Switching cost

转换成本：变更供应商的成本。

Technical analysis

技术分析：见图表主义。

Tipsters

股评人：通常基于肤浅知识提出买入或卖出股票建议的人。

Tracker

盈富基金(指数基金)：试图复制市场指数收益的投资基金，又称为指数基金。

Time-loans

定期贷款：期限明确的贷款。

Turnarounds

复苏公司：经历困难时期后即将走出困境的公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Undifferentiated product

无差别产品：本公司生产与其他公司供应几乎一样的产品。

Unintelligent speculation

傻瓜投机：在缺乏相应知识和技能情况下，不愿独立思考，忽视定量分析，注重投机报酬，甘愿冒比选股者承担更大的风险，购买和出售股票和其他金融证券。

US long-term government bond

长期美国政府公债：具有 10 年以上期限，附息票的政府公债。

Value chain

价值链：投入产出转换过程中，组织内部或组织之间发生的相互关联活动，识别这些活动并设法更有效地完成，是公司获得竞争优势、战胜竞争对手的途径。

Value investing

价值投资：辨别并持有具有良好发展前景、内在价值被市场低估的公司股票。

Working capital

营运资本（营运资金）：见资产现值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格伦·阿诺德使得复杂的投资理念变得简单易懂，他诠释了那些成功投资者的成功之道。

——大卫·夏皮罗　斯坦福协会

一个卓越的有关价值投资的介绍，以及一些最著名的业者和他们卓有成效的投资。

——马克·华莱士　罗斯柴尔德

在这个动荡的时代，阅读本书有助于思想上防止过度的跟风及不加考虑的交易。

——罗宾·伍德拜恩·帕里什　埃尔奥罗和勘探公司主席

上架建议：金融、投资


ISBN 978-7-5476-0168-6
www.ewen.cc
定价：58.00元

